全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 股王之道

## 美国首富巴菲特的股票投资谋略、技巧及忠告

·卫 威·



沃伦·巴菲特是当今世界——也许是整个人类历史上——最伟大的股市投资者。1956年，他以100美元开始其事业，迄今个人财富已超过了不可一世的比尔·盖茨，被誉为“世界第一股王”。他投资股市的独特的理念和方法，已成为全球各地股票玩家竞相追逐的金科玉律。

中华工商联合出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

责任编辑:王凌云
封面设计:文　彬

**图书在版编目(CIP)数据**

股王之道:美国首富巴菲特的股票投资谋略、技巧及忠告/卫威编著.—北京:中华工商联合出版社,1997.1
ISBN 7-80100-329-2

Ⅰ.股… Ⅱ.卫… Ⅲ.股票-证券投资-经验 Ⅳ.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 00022 号

**中华工商联合出版社**出版、发行
北京市东城区东直门外新中街 11 号
邮编:100027　电话:64153909
人民教育出版社印刷厂印刷
新华书店总经销

850×1168 毫米 1/32　印张 11.125　250 千字
1997 年 1 月第 1 版　1997 年 1 月第 1 次印刷
印数:1—20000 册
ISBN 7-80100-329-2/F・100
定　价:21.80 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



# 目　录

**第一章　最伟大的股市投资者** ……………………………… (1)

玩股新说
十二定律
非凡领导者
高瞻远瞩
独特的策略
金字塔顶端

**第二章　两位精神父亲** ………………………………………… (31)

少年玩家
青年时代
财务分析之父
安全边际
投资顾问
成功之道
后来者居上
柏克夏体系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**第三章　深谙其道展雄图** …………………………… (67)

初次投资
首次收购
竞争优势圈
把握时机
新领域探宝
长效稳固

**第四章　巴菲特定律** …………………………………… (89)

企业定律
经营定律
财务定律
市场定律

**第五章　柏克夏·哈斯威魔方** ……………………… (115)

市场先生
预测效应
避险功能
独辟新径
价值取向
经济因素
通货膨胀
经济商誉
投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



集中与降低
保留盈余
旅鼠投资
谬误分投

第六章 梦幻投资组合 …………………………………… (145)

吉列传奇
通用效应
独具慧眼
跨国握手
金融赢家

第七章 1994:大收购行动 ………………………… (183)

出奇制胜
险中获利
理性之塔
瞄准专利
幽默打赌

第八章 永远是赢家 ………………………………… (215)

渗透媒体
“保险”的保险
黄金拍档
投资商誉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**第九章　点到为止:有价证券的选择** ………………（279）

债券综述
套利学说
可转换特别股
所罗门故事
航空故事
国际冠军
行进运通

**第十章　巴菲特忠告** ……………………………………（307）

**附录:柏克夏·哈斯威历年普通股投资组合**……（325）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第一章 最伟大的股市投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特的股票投资策略，简直特殊到了简单得令人难以置信的地步。不用学习电脑程式，也不用研读厚厚的投资银行业务手册。评价一家公司，并支付低于该公司实质价值的股票市场，是没有科学规律可遵循的。沃伦·巴菲特说："我们所做的事，不超出任何人的能力范围，多做额外的工作，不尽然就能得到与别人不同的结果。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



# 玩股新说

沃伦·巴菲特(Warren Buffett)是一个具有传奇色彩的人，1956年他将一百美元投入股市，四十年间创造了超过120亿美元的财富，不仅在投资领域成为无人能比的美国首富，而且也成为美国股市权威的领袖，被誉为“世界第一股王”，使全球各地的股票玩家都热衷于巴菲特的投资方法和理念。

沃伦·巴菲特是怎样成为当今最伟大的股票投资者？这完全取决于他对投资的悟性。单从他个人的特点而言，他是个非常知足的人。他热爱他所做的一切，喜欢与人相处，喜欢阅读大量的年刊、季报和各类期刊。而作为投资者，他制定了一系列纪律和规章。他有耐性和勇气，对任何事情总是充满信心。他总是在寻找没有风险或风险极小的投资。

除此之外，他极精通机率的计算，而且总是稳操胜券。这应归功于他对简单的数学计算的持久热爱，加上积极参与的精神，以及在高风险的保险及再保险行业里的长期经验所培养出的超凡承受耐力。他对那种机会小、而实际报酬却很可观的冒险很感兴趣。他列出自己的失败和错误纪录，却从不做任何辩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



解。

沃伦·巴菲特是一位杰出的商业研究者，他能在极短的时间内决定某项投资是否做，并只根据几天的研究，就能判断出何时该进行重大投资，而且随时做好准备。正如他所说的那样："诺亚并不是在已经下大雨的时候，才开始建造方舟。"

身为投资经营者，沃伦·巴菲特从不用电话指使各部门负责人或公司主管，相反却很乐意不分时间地通电话要求他们做报告或提供咨询。在投资某个股票，或购入一个公司的行动结束之后，他喜欢以棒球管理来比拟。"在柏克夏我们不用去告诉一个打击率四成的打击手如何挥棒。"

沃伦·巴菲特的自学精神和适应环境的能力极强。五十年代，他花钱去上卡耐基课程，他说他这样做的目的，不是为了让自己在演说的时候膝盖不发抖，而是要学会当膝盖正在发抖的时候，还能够继续发表演说。

于是，在柏克夏的年会上，面对数千人的听众，他的演讲总是很精彩，而且能娴熟地回答听众所提出的问题。而这些足以表明沃伦·巴菲特的知识的渊博和非凡的应变能力，使得查理·门杰（Char-lie T. Munger）、威尔·罗杰斯（Will Rogers）、本杰明·格兰姆（Benjamin Graham）、金·所罗门（King Solomon）、菲利普·费歇（Philip Fisher）、大卫·莱特曼（David Letterman）和比利·克里斯多（Billy Crystual）等商业权威大为惊叹。沃伦·巴菲特在九十年代初学习使用电脑，这样他便能够从电脑网路上撷取数以百计的电脑资料和信息做为投资研究的参考。

"成功投资的重要因素，取决于企业的实质价值，和支付一个合理划算的交易价格。我不在意最近或未来一般股市将会如何运作。"沃伦·巴菲特这样强调说，并在一九八八年和一九八

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



九年间购买了十亿美元的可口可乐股票。

可口可乐股票在过去的六十年间陆续上涨五百倍。而巴菲特仅靠可口可乐股票三年中便使手中的钱翻了四倍，他还计划在将来二十年内赚到更多的钱。沃伦·巴菲特从不投资他不了解的企业，或是在他的“竞争优势圈”外的企业。

当然，一个人的一生中，不可能每次都能达到预期效果，就像沃伦·巴菲特所言，在他四十年的职业生涯里，只有十二个投资决策，使他拥有现在的地位。

股市博杀需要谨慎透彻地做好投资研究，其方法就是专注于持有少数几种股票，便可以大大降低投资风险。而当大企业有暂时性的麻烦或股市下跌，并创造出有利可图的交易股价时，应进场买下这些大企业的股票。不要再试着预测股票市场的方向，经济形势，利率或选举结果，而应该研究企业现况和财务情形，并评估企业将来的前谋，而一切合意时，就毫不犹豫地买下来。

比如，当CEICO股价降至每股二元，当许多专家都认为威尔斯法哥（Wells Fargo）或通用动力公司（General Dynamics）的情况很糟，使得投资人的信心倍受打击时，沃伦·巴菲特却看准机会，大量地买入，使其成为CEICO主要的股权所有者。

实践证明，沃伦·巴菲特的选择是正确的。由于他的投入加上经营得法，CEICO很快在市场上成为获利丰厚强势独占的企业。类似这样的企业还有首都/美国广播公司（Capital Cities \ABC）、吉列（Gilette）、华盛顿邮报（Washington Post）、联合出版社（Affiliated Publications）、佛莱迪麦克公司（Freddie Mac），还有可口可乐（仅可口可乐替沃伦·巴菲特赚进六十亿美元的利润）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



沃伦·巴菲特的确是个天才的经营和投资者，而他尽管已成为令世人瞩目的亿万富翁，却与其他富翁迥然不同。他所领导的柏克夏·哈斯威总公司不在纽约，而在内布拉斯加州的奥玛哈（Omaha），他性格温和，仁慈又诚实，热情丰沛，富有魅力，而且机智超人，故此博得媒体及大小投资者的由衷爱戴。

沃伦·巴菲特被美国著名的基金经理人彼得·林奇誉为世界上乃至历史上最优秀的投资人。他不仅是投资赢家，也是投资怪杰，运用独特的投资策略为自己和他的投资人创造了可观的财富。而所谓他的独特的投资策略，却是以常识或一般知识为基础，坚守某些定律，在股市中盲目地随波逐流。

沃伦·巴菲特所坚守的定律也是基于一般人都能理解的各种认识。例如，选择一个企业的股票来投资，该企业是否简单且易于了解？是否有稳定的经营史？长期的发展是否看好？经营阶层 否理性？对股东是否坦白？是不是能够被市场拖着走？获利情况是否够好？能为股东创造多少利润？若要投资该企业有多少实质价值？能否在市价低于实质价值时买进？

凡此种种，多数人可能都会视为理所当然。而奇怪的是一旦在投资股票时，大多数人就会忽略这些，只在意短期的股价变动、资金的聚散，人气的起伏，以及种种技术指标的分析，情绪也随之上下波动，这样就不易做到理性的判断。

所以会导致这样的结果，是因为多数人都受到现有的股票交易方式所影响和限制，只知在买进和卖出间追逐价差，而忘了买卖股票原本只是转移股权，持有股权就是股东。股东的权益则是来自于企业运营所获致的利润。作为股东原本是希望能从企业不断获利，不断成长，及源源不断的收取成功的经营成果。

股票市场只是方便股东转移股权，但是由于现代化的股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



运作，买卖股票赚取价差反而成为投资股权的重要目的，持有股权等待分配股利则沦为被套牢的无奈。

而沃伦·巴菲特的独特投资策略扭转了这种不正确的投资观念及操作手法。虽说他的投资策略很独特，但是却浅显易懂。因为根据常识，多数人会和他一样重视那些层面及定律，运用和他一样的手段操作。但是就是因为整个证券市场已经发展成另一种面貌，以另一种模式运作，才使多数人已经以异于巴菲特的方式策略进行所谓的投资，因此巴菲特的本来普通的投资定律及策略才显得独特。

四十年的实践证明，沃伦·巴菲特的投资策略确实管用。从他创立合伙投资事业，到实际参与企业经营，到以他的投资定律及策略在市场中精挑细选有获利能力、可以为他带来利润的上市公司投资，造就了个人及投资人可观的报酬。

一九九三年秋天，《福布斯》(Forbes)杂志编列一份美国最富有人士的排行榜，榜上除了麦伦（Mellon)、杜邦（Dupont)、皮尤（Pew)、洛克菲勒（Rockfeller）等几个家族之外，还有六十九名个人，他们各自拥有净值都在十亿美元以上的财产。其中名列榜首的就是沃伦·巴菲特。他拥有净值八十三亿美元的财产。而在这些富豪中，巴菲特是唯一自股票市场获得财富的人。

一九五六年，他用一百美元开始他的投资生涯，十三年之后，他拥有两千五百万美元，而二十二年之后，他成了全美的首富。

可是，沃伦·巴菲特之所以取得伟大的成功，就是因为他的精明和一整套简洁易行的定律及策略。投资者要赚钱，首先头脑要清醒，理性而不受情绪左右也十分重要。然而股市的确是个不理性的市场，是情绪的聚积场所，各式各样的人的喜、怒、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



哀、乐、兴奋、抑郁大量汇集激荡，于是多数人的投资结果都事与愿违。

事实上，投资获利的判断基础十分简单，那就是判断买卖时机，以及买什么。当大家近乎疯狂地在股市里抢进抢出时，就是股市涨势近尾声，涨无可涨的时候。如果连原本不太注意股市投资的人都进股市了，就显示可动用资金差不多都投入股市了，紧接着就是后继乏力，再没有资金可推升股市，股市必跌。相反当多数人都不对股市抱有希望，不愿再投资时，表示想卖股票的人都卖得差不多了，股市跌无可跌，只要有资金投入，就可以反弹涨升。

其实道理都明白，只是多数人不能理性地面对股市变化。股市很热，股价明显攀升了才进场，可是，只要有一丝风吹草动，看到有人抛售股票，也就跟着疯狂地杀出。前者是贪，因贪所以追高；后者是怕，因怕所以杀低，这样做的结果赚少赔多。因此，买卖时机的判断应该是大家都抢着买时以好价卖掉，大家都不想要的时候以低价买进。要做到这样，就没有必要去进行复杂的预测经济情势，也不需要做股市分析，只要留意周围人对市场的反应就够了。而最重要的是买什么。

## 十二定律

沃伦·巴菲特从自身的经验中，总结了一整套行之有效的规律、策略，小心谨慎地进行着每一项投资。尤其是他挑选作为永久持股（CEICO、首都/美国广播公司、华盛顿邮报、可口可乐）、收购企业、投资固定收益有价证券以及多种他认为值得投资的好股票的详细过程，及评估、考虑和时机的把握，总是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



冷静而理性的。

而沃伦·巴菲特投资成功的示范，证明了投资成功赚钱并不需要高深的股票投资“专业知识”或技术，只要冷静、理性，然后运用一些简单的方法就可以获得成功。巴菲特所作出投资决策的依据的基本定律，可区分为四类：

1. 企业定律：

了解企业的程度；

企业经营历史的稳定性；

企业长期发展远景是否看好。

2. 经营定律：

经营者是否理性？

经营者对股东是否诚实坦白？

经营者是否会盲从其他法人机构的行为？

3. 财务定律：

把重点集中在股东权益报酬率上，而不是每股盈余；

计算出股东盈余；寻找毛利率高的公司。

对于保留的每一块钱盈余，确定公司至少已经创造了一块钱的市场价值。

4. 市场定律：

企业有多少实质价值？

企业能否以显著的价值折扣购得？

下面，我们就其十二定律先简单地做个介绍。后面章节还要详谈。

第一部分的企业定律中，了解企业的程度是投资成败的首要条件。投资者无法对自己投资企业的未来作出聪明的预测，除非他了解它如何赚钱。投资人投资股票时，经常对于一家企业如何生产销售、费用、利润等没有任何线索。如果他能了解这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



个经济流程，他就有能力明智进行他的研究调查。

企业经营历史的稳定性：如果投资人打算把自己的未来投资用于一家企业，他就有必要知道该企业是否能够经得起时间的考验。他不可能把自己的未来，赌注在一家没有经历过不同的经济循环和竞争力的新公司上。他应该确认他的企业已经走上轨道。隔一段时间，证明该企业的能力，能够赚得显著的利润。然而，企业也会有一段的利润中断期，像威尔斯法哥银行和 CEICO，但仍然有稳定的营运历史。通常这个中断时期会提供投资者一次机会，以一个特别低廉的价格购买到好的企业。

企业长期发展前景是否看好？最值得拥有的企业，是在长期有最佳远景，且拥有市场特许权（即产品有独占性及差异性）。市场特许权是指销售产品或者顾客需要或想要的服务，市场中没有类似的代替品，但是它的利润并不稳定。市场特许权也持有大量经济上的商誉，允许公司比较能抵抗通货膨胀的影响。最不值得拥有的企业是商品企业。

商品企业销售的产品或劳务，与竞争者没有区别，商品企业几乎没有任何经济上的商誉，唯一的差异就是价格。拥有一家商品企业的困难是，有时候竞争者会以价格为武器，以低于企业的成本销售产品，来暂时吸引顾客，希望他们能因此保持忠诚。如果你的竞争对象中，经常出现以低于成本的价格销售产品，你就完了。

一般而言，大多数的企业是界于两者之间，他们不是拥有弱势特许权，就是强劲的商品企业。长期而言，弱势特许权比强势的商品企业更有获利的希望。即使是弱势特许权仍有一些定价的能力，可以使企业赚得比平均投资报酬率更多的利润。可口可乐在美国被视为是弱势特许权，但是在国际上，特别是在没有类似替代品的市场上，可口可乐有强势的特许权。吉列和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



可口可乐有相同性质的特许权。

而一家强势的商品企业，只有当它成为最低成本供应者时，才可能会赚得平均水准之上的报酬。CEICO，佛莱迪麦克和威尔斯法哥银行在商品市场中经营，而产生高于平均水准之上的报酬，是因为它的保持低成本的供给者地位。特许权的一个优点是在于特许权能耐久经营，没有竞争力还是能够生存，然而在商品企业，经营无能却是致命的弱点。

第二部分的经营定律中，经营者是否理性：既然投资者不需注意股票市场或经济情势，就注意自己公司的现金吧。经营者如何转投资现金盈余，这决定投资者是否将会在自己的投资上得到适当的报酬。

如果投资者的企业产生比需要维持营运更多的现金，这就是投资者所想要的企业类型，密切地观察那些经营者的行动。理性的经营者将只会把多余的现金，投资在那些产生比资金成本报酬率较高的计划里。不然理性的经营者将会由增加股利和买回股票，将盈余归还给股东。而缺乏理性的经营者却不断地寻找花费多余现金的方法，而不把钱还给股东。当他们的投资报酬率低于资金成本的时候，那么他们的作为将会暴露出来。

经营者对他的股东是否诚实坦白？虽然投资者可能从来没有机会与企业的董事长或总经理说话，但是你可以借着他们和股东沟通意见时，了解他们的为人。经营者在向你报告企业的进展时，是否能让你了解每个营业部门的营运情况。经营者是否像他吹嘘自己的成功一样，坦承自己的失败？而最重要的是，经营者是否直截了当地表示，企业主要目的是使股东权益报酬率达到最大？

经营者是否会盲从其它法人机构的行为？常常有些看不见的强大力量会使得经营者失去理性采取非理智的行动，而且剥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



夺公司股东的利益。当心那些会以其他公司怎么做，自己做也会成功为由，用逻辑来替自己的行动做辩论的经营者。衡量经营者竞争力的一个方法是，看他们如何运用自己的思考能力以回避抗拒依附他人的心理。

在财务定律中，首先把重心集中在股东权益报酬率上，而不是每股盈余。对于大多数的投资人来说，他们往往凭借每股盈余来判断公司年度的绩效，看看它们是否创下纪录或较上一年度有显著的进步。但是既然公司借着保留上年度盈余的一部分，来不断增加公司的资本，盈余的成长（即自动增加的每股盈余）就显得毫无意义。

当企业每股盈余破纪录时，投资人就被误导而相信经营者逐年更好。衡量每年度绩效的一个比较真实的方法是，股东权益报酬率——营运收益与股东权益比，因为它已考虑了公司逐渐增加的资本额。

计算出股东盈余，企业产生现金的能力决定了它的价值。沃伦·巴菲特找出那些产生超过营运所需现金的公司，而将不断消耗现金的公司排除在外。但是在决定一家企业的价值时，很重要的一点是要了解到，并不是所有的盈余都是在平等的基础下所创造出来的。有高固定资产的公司，相对于固定资产较低的公司，将需要更多的保留盈余，因为盈余的一部分必须被提拨出来，以维持和提升那些资产的价值。

因此，会计盈余需要被调整，以反映这一产生现金的能力。沃伦·巴菲特提供了一份比较正确的计算方式。他称之为“股东盈余”。决定股东盈余的方法是将折旧耗损和分期推销的费用加上净利，然后减去那些公司用以维持其经济状况和销售量的资本支出。

寻找高毛利率的公司：高毛利率反映出的不只是一家强大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的企业，同时反映出经营者控制成本紧抓不放的精神。沃伦·巴菲特很欣赏那些成本观念的经营者，厌烦放任成本不断扩大的经营者。股东也间接获得那些企业的利润。被不理智花费的每一块钱，都将剥夺股东的利润。多年来，沃伦·巴菲特已经观察到有高营运成本的公司，通常会寻找维持或补贴这些成本的办法。而低于平均成本的公司，则多半自己都能够找到削减支出的办法。

对于保留的每一块钱盈余，确定公司至少已经创造了一块钱的市场价值，这是一个便捷迅速的财务检测。它不只会告诉投资人自己的企业的优势，同时也让投资人知道经营者如何理性分配公司的资源。公司的净收入减去所有支付给股东的股利，所剩余的就是公司的保留盈余。下一步，找出公司现在的市价和它十年前市价的差价。如果投资人的企业在这十年之间的保留盈余转投毫无生产效力的项目，市场最后将会把这个企业定出低价的价格。如果市场价值改变小于保留盈余的总和，这家公司便走上衰退的道路了。

但是如果投资人的企业已经能够赚得较平均水准为高的保留盈余报酬率，企业市场价值的上涨利润应该会超过公司保留盈余的总和。如此每一块钱都创造出超过一块钱的市场。

市场定律中，企业有多少价值：评估企业价值的方法是在企业的生命周期中，预期将会产生的现金流量，以适当利率加以折算现金价值。一个企业的现金流量就是公司的股东盈余。通过测量一段长时期的股东盈余，你将会了解它们是否正持续以某平均成本率增值，或只是在一些固定价值之间徘徊。

如果公司的盈余上下波动，投资者应该以长期利率计算出这些盈余的现值。如果股东盈余出现一些可预测的成长模式，贴现率可随此成长率减少，对公司未来的成长率别过度乐观。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



公司未来的成长最好使用较为保守的估计，而不要狂热过度膨胀企业价值。

沃伦·巴菲特用三十年代的美国政府公债利率，将预期的现金流量加以折现。对于这个利率，他并不加上风险溢酬。

然而，当利率下跌的时候，他将会慎重地调高折现率。

企业能否以显著的价值折扣购得？一旦投资人决定了企业的价值，下一个问题就是注意价格。沃伦·巴菲特的原则是，只有在某个企业能以显著的折扣购得时，他才会买下它。巴菲特只在这个问题上，才注意股票市场的价格。

计算一个企业的价值，在数学上并不复杂。沃伦·巴菲特以两种方式处理这个问题。

首先，他只盯住具有简单和稳定性特点的企业，来增加他正确预测未来现金流量的机会。

其次，他坚持自己购买一家公司的购进价格和他计算出的企业价值之间一定要有安全边际。这个安全边际的缓衡效果将会保证投资者不受到公司未来现金流量变动的影响。

根据这些定律，沃伦·巴菲特的投资策略就明晰而简单了，归纳起来有以下几个步骤：

一、不理会股票市场每日的涨跌。

二、不担心经济形势。

三、买下一家公司，而不是股票。

四、管理企业的投资组合。

从前两个步骤不难看出，沃伦·巴菲特并不做短线进出，注意股票市场的目的，只是想确定是否有机会用较低的价格，购买一家好的企业。至于第三步骤，巴菲特购买企业的股票不论是否参与经营，都在意这家企业的营运绩效、获利能力、实质价值，以及能否以好的价钱买进，这样，他就会运用自己的定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



律做为评量的依据，以企业主的立场去看待分析。其实，股东本来就是企业主，原本就该关心这些，只是大多数股票投资者仅仅把自己看作妙家，无意成为股东，因此才会只在意股价的每日变动。

而沃伦·巴菲特证明，以买公司的立场做评估，投资获利绝对大于只赚的差价，而且长期如此。第四步骤同样是以企业主的立场及心态进行投资，他不会在股价有所变动时，将手中一种以上的持股，随意抛售。很多投资人会把差价最大的股票脱手获利。他们只是看到了差价得利，而不能用长远的目光衡量利益，如果以管理企业的角度来看，就不会出手所持有的最强企业股票。这两种选择的结果是，最后，最强的企业的不断运作所持续获利，远远高出差价获利。而贪图差价往往把获利赔给错误的买卖进出，这也是很多人的一种通病。

沃伦·巴菲特就是利用如此简单的投资定律及策略创造了他庞大的财富，而且他的投资又仅限于自己所了解的企业。他拒绝投机，这种做法就风险很小甚至没有风险。他相信长期效益，选择企业重视四至五年的营运效益，而不是年度表现。因此，长期平均报酬率几乎能击败整个股市的平均值。

## 非凡领导者

沃伦·巴菲特在经营和投资上，显示出其卓越的才能，同样他的领导风格也是令人钦佩的。从他与朋友的交往中，可以看到他所表现出的亲切是很真诚的。他平和、坦率、正直、真诚。他既有超人的商业智能，又有幽默的一面，他推崇合乎逻辑的事理，但不能忍受愚笨。他喜欢简单明了，烦厌复杂冗长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



在柏克夏·哈斯威年报上，沃伦·巴菲特轻松地在自己的文章中引用《圣经》、凯因斯（John Maynard Keynes）或梅·韦斯特（Mae West）的话。从中可以看到他的竞业精神和幽默智慧及丰富的知识。他十分坦率，对柏克夏的优势和弱势，都不避讳地加以强调。他认为股东都是公司的参与者，因此，他有义务告诉他们全部资讯。

沃伦·巴菲特所领导的柏克夏公司，其实就是他个人人格、管理哲学、以及其生活方式的体现。巴菲特的重要特点，几乎全体现在他的管理之中。这些特点就是他寻找投资的准则，而且随处可见于柏克夏·哈斯威投资公司。同时，他的投资策略也散见于公司非凡的令人耳目一新的企业政策：慈善捐款决策过程与管理阶层薪酬计划。

管理阶层薪酬计划，一直是股东与管理者之间争论不休的话题。高阶层管理人员年薪往往超过一百万。

除此之外，公开上市公司的主管人员也习惯于接受公司赠与固定价格的股票选择权，这些赠与和主管人员的工作毫不相干，而与公司的盈余息息相关。股票选择权没有经过选择就分配给主管人员，这样做会使表现不好的主管人员和表现良好的主管享有同等的奖励。巴菲特认为，即使你的球队赢得锦标，对打击率三成五的打者给予的奖赏，必与一成五的打者不同。

在柏克夏，巴菲特采用绩效来衡量主管的薪资报酬。薪资报酬与企业大小与年龄及柏克夏的整体利润均无关。巴菲特所注重的是每个单位绩效都应该受到奖励，不管柏克夏的股价是上扬还是下跌。主管应依其责任范围内预定目标的达成率计算，如增加销售额，缩减费用或冻结资本支出。

到年终的时候，沃伦·巴菲特并不分配股票选择权，而改以签支票方式作为员工奖励，有些支票金额相当庞大。主管可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



以自由支配这些现金，大部分人用它购买柏克夏的股票，愿意与公司股东承担同一风险。

沃伦·巴菲特允许高额的薪资。经管保险事业的麦克·戈德堡（Mike Coldberg）在一九九二年，年薪高达二千六百万美元。然而保险业景象跌入谷底时，他只获得底薪十万美元。而沃伦·巴菲特本人的薪资加上红利每年也不过十万美元。他是《财星》杂志前五百位总经理中，薪金最低的一个。

以股份比例捐款的方式，体现出沃伦·巴菲特独特的行事作风。分配慈善捐款的方法被称作“股东指定专案(Shareholder designation program)”，股东依股份比例可以决定慈善捐献的受款人。对大多数企业而言，慈善捐款的分配是行政主管与董事会的特权。通常他们选择自己最中意的慈善机构，而给钱的股东却没有发言的余地。

在柏克夏，股东指定慈善机构由公司负责签支票。一九八一年，慈善捐款指定专案实施的第一年，柏克夏共捐资一千七百万美元给六百七十五家慈善机构。接下来的十二年中，柏克夏共捐资六亿美元给数千家慈善机构。一九九三年又捐了九千四百万美元给三千多家慈善机构。

沃伦·巴菲特所领导的柏克夏·哈斯威股份有限公司是家综合性的企业，但是不复杂。它拥有许多企业，包括保险公司及其它子公司，以及其它用保险金收益汇集的现金流量所购买的公开上市公司。

一视同仁是沃伦·巴菲特的经营风格：不管是他欲购入的公司，或是正在评估是否投资其股票的公司，或对自己企业的经营管理等，他都同等看待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



# 高瞻远瞩

萧伯纳（George Bernard Shaw）曾说过这样一句话："世故者改变自己来适应这个世界，而特立独行者却坚持尝试要改变世界来适应自己。因此，所有的进步都是仰赖后者来促成。"而沃伦·巴菲特正是这样的"特立独行人"。

八十年代，被认为是震惊财务管理界的十年。电脑程式交易（利用电脑程序掌握不同市场的行情，对股票、期货、选择权等进行了买卖）、法债收购、垃圾债券、衍生性金融商品和指数期货如人们所预料地震惊了许多投资人。在基金经理人之间的那些界限已经变得模糊不清，基础证券研究在弹指间已经被电脑所取代，黑箱作业（black boxes）已经取代了经营访问和调查，自动化已经代替了直觉。于是，一般投资人已经变得不再容易被蛊惑，并且与金融市场疏远了。随着大多数的基金经理人无法再为他们的委托人的投资组合增加资产价值，就不难了解到消极的指数投资，为什么如此受欢迎。

而在以后的数十年当中，投资人将浮游于许多不同的投资方法之间。小资本化（Small Capitalization）、大资本化（Large Capitalization）、成长法、动态法（momentum）、主题法（thematic）、产业循环法都会证明它们在投资上是有益的。但是，有时这些方法也不能用，而使它们的追随者无法突破。

沃伦·巴菲特一直未经历过投资策略无效的时期。而且他的投资绩效已得到广泛证明。当投资人和投机客都分心寻找更好的投资策略时，沃伦·巴菲特已经不动声色地聚集了一笔超过百亿美元的财富。这是因为自始至终，他都将投资视为一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



企业经营活动，而以一般常识作为他的投资哲学。

当沃伦·巴菲特从事投资的时候，他观察一家公司的全貌，不像其他投资人只观察其股价。的确，许多投资人花费大量时间和精力在观察、预测和期盼价格改变，却极少花时间去了解他们手中持股公司的经营状况。这种投资态度的不同，使得他们与巴菲特有着根本上的差异。

沃伦·巴菲特拥有股权，同时管理各式各样的公司，又投资普通股票。这种天女散花似的经验，使巴菲特与所有其他专业投资人明显区别开来。拥有并且经营企业给他带来莫大的好处。在他事业的冒险生涯中，他已经经历过成功和失败，并将自己学习到的教训运用到股票市场上。而那些专业投资人还没有机会接受这种有益的教育。当那些专业投资人忙着学习资本资产定价模式（capital assets pricing model）、贝塔（Beta）系数和现代有价证券投资组合理论学说的时候，沃伦·巴菲特却研究损益表、资本转投资的条件和公司产生现金的能力。

按照沃伦·巴菲特的理论，投资人和企业家应该以同样的方法来观察一家公司，因为他们实际上想要的东西是相同的。企业家希望买下整个公司，而投资人希望购买公司部分股票。如果要问一个企业家，当他购买一家公司的时候，所想要的是什么，那么答案经常是“这家企业能产生多少现金”，财务理论告诉人们，隔一段时间，公司的价值和它的现金生产能力之间有直接关系。理论上而言，投资人与企业家目的是相同的。

忽视短期价格变化，是沃伦·巴菲特的投资策略特点之一。这种观点也使沃伦·巴菲特的投资术别具一格。是的，要应用巴菲特的投资方法，需要改变的不只是观念，还包括绩效如何被评估和沟通方式的改变。衡量绩效的传统准则是价格的变化。即股票购进价格和市价之间的差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



长期而言，股票的价格应该近似于企业价值的改变。而短期而言，价格能大幅度在公司的实质价值上下波动，这主要是受企业成长之外的因素所左右。问题仍在于大多数投资人使用短期价格变化，以精确计量他们的投资方法的成功或失败。但是这些短期的价格变化，对于预测企业的经济价值变动往往少有助益，反而对于预测其他投资人的行为较有帮助。

另外，委托人还要求专业投资人必须报告每季的绩效。委托人在等候他们的投资组合达到某一价格时，经常显得不耐烦。如果他们的投资组合并未出现短期的价格上涨，委托人将表现出不满和怀疑他们在投资上的专业能力。专业投资人知道他们必须在改善短期绩效、或冒着损失客户的风险之间作出一种选择，于是开始陷入追涨杀跌的旋涡中。而沃伦·巴菲特却相信，使用短期价格来判断一家公司的成功与否是最愚蠢的行为。相反，巴菲特只是要公司向他报告因经济实力成长所获得的价值。每年一次，他固定检查几个数据。即初始的股东权益报酬率、营运毛利、负债水准与资本支出需求的变化、该公司的现金生产能力。如果这些经济上的指标正在进展，他就知道长期下来，结果会反映在股价上。短期之内，股价所发生的变化是不合常理的。

使用经济上的指标当作绩效评量的标准，其困难在于用此方法评估绩效，不是习惯上的用法。委托人和投资人同样被价格起伏牵着走。每天股票市场报道价格的变化，委托人的会计报表反映每个月的价格变化，而投资专家的绩效又以价格的每季变化被评估，要解决这个问题，就必须运用巴菲特不透明盈余这个概念。如果投资人使用不透明盈余来评估他们的投资组合的绩效，也许那种仅追逐价格的变化的不合理行为将会被改变纠正过来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



如果用经济上的变数来代替短期价格变化以预测股价，是件不可思议的事情，那么可以考虑“关系投资”(relationship investing)，这个渐为机构投资人所接受的概念。

关系投资是指曾经以短线交易为操作典范的机构投资者，在行为上已开始表现出自己像是手上持股公司的老板。这反映出一种建立在投资人和公司之间的长期关系。经由证券管理委员会的支持，机构投资者一直被鼓动购买公司里的更大股份，以便使他们的行为更像长期股权持有者。

“关系投资”的概念及逻辑都是明确的。投资人提供长期资金，以便经营者可以通过这笔资金的运用来追求公司的长期目标。投资人和经营者都不担心短期价格的变化。而且“关系投资”的价值对机构投资者相当有吸引力。因为它具有潜在的报酬。虽然八十年代，被动的股市指数投资提供了充足的报酬，但对于九十年代而言，很可能是最为困难的获利环境。

当今，退休基金占了几乎全美普通股股票的55%，在过去，当投资人对公司和它的经营方式失去信心的时候，大部分都会立即卖掉手上的股票，并寻找另外合适的投资对象。但是当一大笔退休基金决定移动某特定资金的时候，即使该基金可能仅移动了资产的百分之一，这百分之一可能代表了一家公司股票的一大部分。在一次交易中，数百万美元的股票被卖出，一笔交易就可能分散一家公司的股权，而使其难以获利。另一方面，机构投资人正在学习长期持有普通股股票，并与经营者共事以改良公司的绩效，这样可能比单纯销售股票更能获得利益。

目前，关系投资的理论仍在发展之中，在它的最激进的形式之中，包括了经营者和投资者之间的对应。但这不象八十年代，公司的侵入者会设法逐出原来的经营者，并将公司解体，现在，关系投资人宁可与经营者共事以加强企业绩效。而在极和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



谐的情况下，关系投资只限于提供长期资金和监督公司，这使得经营者得以继续执行公司的政策，而不用担心潜在的接收或不耐烦的投资人。沃伦·巴菲特就是运用这种关系投资模式进行自己的投资经营的。

先买下一家公司，再寻求大规模转变，这并不是沃伦·巴菲特创建的。恰恰相反，巴菲特尽量回避选择需要做大幅度改变的公司。此外，因为他只购买持有经营者重视股东权益的公司，所以股东与经营者对立企图改变股东权益报酬率，这个主意令人无法想象。在大多数的情况下，巴菲特会把他的股票表决权指派给经营者。虽然这种做法有时候会为他在公司的董事会上赢得一席之地，但是，这并非常态。在通运动力公司和威尔斯法哥银行里，巴菲特虽指派了投票表决权的代表，但未取得董事会席次。巴菲特在“关系投资”这一名词出现之前，就已经认同这一概念，且远在它大为流行之前，柏克夏大量收购某公司股票时，巴菲特就已确认经营者能无所顾忌地做他们的工作。他表示“这种必然性，需要具备一位优秀的经营者和一家良好的企业，才能供应最优良的土壤，供给丰富的财务收获。这就是我们在经济上所安排的发展环境。”

## 独特的策略

综上所述，沃伦·巴菲特有一套独特的投资策略，其步骤分以下四步：

一、不理会股票市场每日的涨跌。

二、不担心经济形势。

三、买下一家公司，而不是股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



四、管理企业的投资组合。

沃伦·巴菲特的股票投资策略，简直特殊到了简单得令人难以置信的地步。不用学习电脑程式，也不用研读厚厚的投资银行业务手册。评价一家公司，并支付低于该公司实质价值的股票市场，是没有科学规律可遵循的。沃伦·巴菲特说："我们所做的事，不超出任何人的能力范围，多做额外的工作，不尽然就能得到与别人不同的结果。"

事实证明，沃伦·巴菲特成功了，而其他与他一样具备超群能力的投资者却失败了。巴菲特对此解释道："它对我已经证明是有帮助的，商学院教导了数以万计的学生出来，但是这项教育对思考却没有任何好处。"的确如此，巴菲特看似投资保守，而实质却是超前了许多。他毫无疑问是成就显赫的。但是介于巴菲特和其他专业投资者之间的差距，却因为那些专业投资者自愿玩失败的游戏而在不断扩大。

事实上，不管你是否有能力购买一家公司的10%的股份，还是只能买下一百个股份，沃伦·巴菲特的投资策略，一定能帮助你达成有利润的投资报酬。但是，巴菲特的投资策略只会协助那些乐意帮助他们自己的投资者。要想获得成功，投资者就必须为自己理清思路。如果你意志不坚，任何投资决策都受股票市场中心行情左右，那么沃伦·巴菲特的投资策略就帮你甚少了。然而，如果你能自己多思考，懂得应用比较简单的方法，并对自己有勇气和信心，那么获利的机会就有可能大为增加。

往往人们在尝试新的事物时，开始都很自然地有一些不适应。在沃伦·巴菲特的投资策略中，第一步骤是具有挑战性的。如果你能够掌握这一步，其它是容易多了。

首先，不理会股票市场每日的涨跌。众所周知，股票市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



是狂癫与抑郁交替发作的场所。有时候它对未来的期望感到兴奋，而在其它时候，又显得不合理的沮丧。当然，这样的行为创造出了投资机会，特别是杰出企业的股价跌到不合理的低价时。但是，股票市场并不是投资顾问，它的存在只是为了帮助你买进或卖出股票罢了。如果你相信股票市场比你更聪明，你可以照着股价指数的引导来投资你的金钱。但是如果你已经做好你的准备作业，并清楚地了解你所投资的企业，同时坚信自己比股票市场更了解企业，那么，就拒绝市场的诱惑吧，只有这样，你才能接近成功。

在沃伦·巴菲特的办公室里，并没有股票行情终端机，而且没有这种东西，巴菲特似乎也能够轻易过关。如果你打算拥有一家杰出的企业的股份并长期持有，但又去注意每一日股市的变动是不合逻辑的。你将会惊讶地发现，不去持续注意市场变化，你的投资组合反而变得更有价值。如果你不相信这一点，就不妨为自己做个测试，试着不要注意市场价目十八个小时，不要看着机器，不要对照报纸，不要听股票市场的摘要报告，不要阅读市场日志。如果两天以后，你所持股的公司的状况仍然不错，试着离开股市三天，然后是一个星期。接下来你会很快相信你的投资状况仍然健康而你的公司仍然运作良好，虽然你并没有注意它们的股票报价。

沃伦·巴菲特说："在我们买了股票之后，即使市场休市一两年，我们也不会有任何困扰，我们不需要对拥有百分之百股权的喜诗或布朗鞋业，每天去注意它们的股价，以确认我们的权益。既然如此，我们是否也需要注意可口可乐的股价呢，我们只拥有它百分之七的股权。"很显然，沃伦·巴菲特告诉人们，他不需要市场的报价来确认柏克夏的普通股投资。

其次，不担心经济形势。正如人们徒劳无功地花费时间在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



担心股票市场的价格，同样地他们也无需担心经济形势。人们会发现自己正在讨论或思考经济是否稳定地成长，或走向萧条，利率上扬或下跌，是否有通货膨胀或通货紧缩等。这些问题对沃伦·巴菲特并不重要，因为他本来就认为经济有通货膨胀的倾向，除此之外，他不会浪费时间或精力去分析经济形势。

投资人时常以一个经济上的假设做为起点，而后在这个完美的设计中选择股票来巧妙地配合它。巴菲特则认为这种作法是极不明智，甚至是愚蠢透顶的。首无，没有人具备预测经济趋势的能力，同样地对股票市场也无法预测。其次，如果投资人选择的股票会在某一特定的经济环境里获益，他们就不可避免地会面临变动与投机。不管他们是否有能力正确预知经济走势，他们的投资组合将视下一波经济景气如何，来决定其报酬。巴菲特较喜欢购买在任何经济情势中都有机会获利的企业。当然，整体经济力量可以影响毛利率，但是整体而言，不管经济是否景气，巴菲特的企业都能够得到不错的收益。在选择并拥有有能力在任何经济情势环境中获利的企业时，时间将被更聪明地运用。而不定期地短期持有股票，只能在正确预测经济情势时，才可以获利，而要做到这一点，的确是件极费神的事情。

其三，买下一个公司，而不是股票。假设现在你必须做一个非常重要的选择，你将会有一次机会选择投资哪一家公司。如果你已经决择，而且已无法更改，你又必须持有这家公司股权十年，最后，由于拥有该公司的所有权而产生的财富，将会随着你结束股份持有而归于你的名下。现在你打算做何考虑？大概会有许多问题闪过你的头脑，刚开始会招来许多困惑。但是，如果把此相同的测验给巴菲特，他会非常有系统地按照自己的十二定律，向自己提出一些问题。这样他就可以准确地判断是否投资某家企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



其四，既然你是企业主而不仅仅是股东，那么你的投资组合将会改变。原因是你不再只以价格的改变，或比较普通股每年的价格变化来衡量你的成功与否，你有选择最好企业的自由。没有法律规定你必须在你的投资组合中，投资每项主要产业，你也没有必要在你的投资组合中包括二十、三十、或四十种股票以达成适应的分散化投资。如果企业主只愿意拥有十家不同的企业，普通股股东也一样能做到。

沃伦·巴菲特相信，只有当投资人不了解他们在做什么的时候，广泛地分散投资策略才能得到报酬。如果这些投资人想要拥有普通股股票，他们应该能拥有一大笔股票，并隔一段时间抛出。换言之，这些什么都不了解的投资人应该使用指数型基金（index fund）和平均单位购置成本。成为一个指数投资人，事实上是没有什么觉得丢脸。沃伦·巴菲特认为，这种指数投资人实际上将会打败大多数的专业投资人。

然而，如果你是个略知一二的投资人，也了解商业经济学，而且发现了几家具备长期主要竞争优势、价格合理的公司，那么传统的分散投资策略，对你没有丝毫意义。而如果你目前所持有的最好企业，它的财务风险最少，且长期远景最佳，就不要把自己的投资排在后面，而应该把金钱投入到顶尖选择上，也就是说全部买下，或具有企业操纵权。

当然，投资人能按不透明盈余，计算出他们投资组合的经济发展实力，正如巴菲特所做的那样。将每股盈余乘上你所持有的股份，计算出公司的总获利能力。巴菲特解释说："企业主的目标是创造公司的投资组合，在十年之中，将会产生最高水准的不透明盈余。"

因为不透明盈余的成长已取代了价格变化，成为投资者目前投资组合中的主要优先考虑的项目，许多事情因此开始改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



首先，投资者不太可能卖掉自己所持有的最好企业的股票，只为了有利可图。有趣的是当公司的经营者把注意力集中在自己企业的经营活动时，他们很清楚这一点。巴菲特对此解释说："拥有一家长期经济状况深具潜力的子公司，母公司是不可能无视出价的高低就轻易出售该公司的。"

的确如此，要想增加企业价值的经营人决不会卖掉公司的"王冠珠宝"，然而他却因为无法容忍停止获利，而把他个人投资组合中的股票卖掉。

巴菲特认为，"在我们的看法里，经营企业的道理一样活用于股票：一个投资人应该经常持有杰出企业的一小部分股票，而且该企业主也展现出了经营公司的坚持。"既然投资者正在管理企业的投资组合，他们不只是要避免卖掉手中持有的最强企业的股票，而且会更加谨慎地选择购买新的企业股票。

做为一名企业投资组合经理人，不能只单凭手中持有现金就购买濒临破产边沿企业的股票，必须抵抗这种诱惑。如果那家企业没有经过投资者的投资定律检验，千万不要购买。要有耐心地等待适当的企业出现。不买进或卖出，你就没有进展，这种观点是错误的。

沃伦·巴菲特认为，要想在一生之中做出数百个聪明的决策，实在是太困难了。他宁愿稳定其投资组合，这样他只需要做出一些聪明的决定就够了。

## 金字塔顶端

推动沃伦·巴菲特投资策略的主动力，是资金的理性分配。而决定如何配置一家公司的盈余，是经营者要做的最重要的决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



定。决定如何配置个人的储蓄，则是投资人必须做的最重要的决定。

理性，做选择时展现于外的理性思考，这是沃伦·巴菲特最推崇的特质。尽管他的投资策略隐含了一些奇特的观念，但是他仍有许多足以风行整个金融市场的理念。

沃伦·巴菲特投资策略的成功要诀是在于坚守理性的投资策略，从而不偏离一点。

当然，在巴菲特的投资生涯中，也有过失败。而失败是谁都无法避免的，关键的是失败后，巴菲特很快会汲取教训，并思考出成功的方式。投资的成功与不会犯错误是两个概念。

可是，成功是因为做对的事情比做错的事情多。沃伦·巴菲特的投资策略之所以成功，在于他的投资方法既可以减少可能会犯下的错误，它们多且复杂（预测市场，经济和股票价格）；也要求投资者把少而简单的事情做对（计算一家企业的价值）。

沃伦·巴菲特购买股票的时候，只注意二个简单的变数：即企业的价格价值。一家企业的价格可以由查询它的报价找出来。决定价值则需要一些计算，但是这并不会超过那些乐意做一些家庭作业的人的能力。

由于投资者再不担心股票市场，经济或预测股票价格，他们现在有更多的时间可以自由地运用在了解他们的企业上。有更多高效率的时间可以花费在阅读年报，以及和企业与产业有关的文章上。这些都会增进投资者做为企业的股东必须具备的知识。

事实上，愿意对自己的企业进行调查研究减少了其对别人的依赖，而这些人往往又以建议人们采取非理性的行动来谋生。

在投资术上，那些最好的投资主意，往往得自于投资人做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的家庭作业。但是，投资人不应该因此而觉得受到某种威胁。沃伦·巴菲特的投资策略没有超过大多数认真的投资者的理解力。投资人不需要具备企业管理硕士的水准，就能评估企业价值，并成功地运用它。如果投资人无法应用自如，勇敢地问自己的财务顾问这些相同的问题。事实证明，你越深入于这种价格和价值上的对话，就会开始越加了解和欣赏沃伦·巴菲特的方法。

在沃伦·巴菲特的一生中，他已经尝试过不同的投资策略。在年轻的时候，他甚至尝试过亲手绘制股票趋势图。他曾经向本世纪最具财务观的本查杰·格兰姆学习，并且和他的合伙人查理·门杰共同经营和拥有一家企业。

在最后的四十年中，沃伦·巴菲特已经经历过二位数字的利率，严重的通货膨胀和股票大跌时代。经历过所有的混乱与颠覆。他发现他的根基，这使得所有的事情变得有意义：这使得投资策略和人格特质能够并存。巴菲特说："我们的投资态度，配合我们的个性和我们想要过的生活方式。"这种和谐的思想，很容易在巴菲特的态度中找到。

不论什么时候，什么情况下，沃伦·巴菲特总是保持乐观，并支持伙伴们。能每天来公司工作让他们兴奋顺心，一种出自真心的喜欢。

他说："我生活中所想要的正好就在这儿，我爱每一天。我的意思是说，我在这里跳着踢踏舞并和我喜欢的人们一起工作。在这个世界上没有任何一种工作比经营柏克夏更有趣，我觉得自己很幸运能在这个地方工作。"

沃伦·巴菲特的精华投资策略几乎全都集中在柏克夏·哈斯威上。柏克夏作为本世纪投资业颇具典型的成功形象，就像金字塔上的一颗耀眼的宝石，而沃伦·巴菲特也和柏克夏一样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



他的名字不但令投资业熟知，而且令他们崇拜和认真研究。

沃伦·巴菲特的确是当今最伟大的股市投资者，他以简单的投资策略及定律，不做短期进出，不理会股市每日的涨跌，不担心经济情势，得当地管理手中的投资组合，创造出别具一格的投资典型，独领世纪风骚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第二章 两位精神父亲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

迪斯卡特曾评价道："光是具备优秀的聪明才智是不够的，关键是去加以应用。"也就是这种超凡的才智，使沃伦·巴菲特同一般的投资者区别开来，他的不少同僚都是智商相当高而且训练有素，同时致力于投资事业。而沃伦·巴菲特之所以高高在他们之上，是因为他有卓越的实践能力，能将他的投资策略付诸于实际中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



天才的成长早在其诞生的那一天起，环境及周围特殊信息的渗入，就已经为他日后的辉煌业绩，奠定了坚实的基础。

沃伦·巴菲特之所以成为举世共瞩的本世纪最伟大的投资者，与他童年的生活有着相当的关系。就像一个人只要感兴趣做某件事就会感到心悦气畅，而且会尽情尽善尽美地去做。也就是说一个人的爱好兴趣是从小培养出来的。而沃伦·巴菲特的投资天才及商业意识，早在他孩提时代就已经初露锋芒。

## 少 年 玩 家

沃伦·巴菲特，一九三〇年八月三十日，出生在美国中部内布拉斯加州的奥玛哈。他的父亲霍华德，是当地的一个股票经纪人及共和党的国会议员，母亲利拉·巴菲特（Leila Buffett）是一位很普通的妇女，他们都是奥玛哈的长期居民。

沃伦·巴菲特的祖父和父亲都曾是从事杂货零售小生意的，这样，他从小就在商品生意的气氛中受到熏陶，耳濡目染，使他少年时期，就懂得做生意是一项低进高出的流通活动，并从家庭的经营中学会了怎么推销产品，从中赚取利润。

当他刚八岁那年，他就开始学着自己赚钱，他从家里的杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



货店买来可口可乐，然后转卖给邻居家的小孩或大人，每罐从中赚五美分。大约过了一年多，他已经成了远近闻名的儿童老板。

沃伦·巴菲特从小就开始了这种商业性的活动，而且表现出极大的乐趣，为他今后的创业打下了良好的基础。

父亲霍华德是一个股票经纪人，家里藏了不少有关股票方面的书籍。沃伦·巴菲特从小就对数字很入迷，他能很轻易地在脑海里进行数学运算。

八岁的时候，他已经开始阅读父亲所收藏的股市方面的书籍，而且总是很投入。那些奇怪的数字就像彩色的童话故事一样，令他陶醉。连他都莫名其妙自己为什么会对那些数字如此痴迷。

当他十一岁的时候，就到了父亲担任经纪人的哈里斯·厄普汉姆公司（Harris Upham）做股价板的记录。也就在这一年，沃伦·巴菲特平生第一次买进了自己的第一个股票，即城市服务特别股（Cities Service Preferred）。这使他初次尝试并获得利益。同时，也使他的兴趣由单一的低进高出的小生意买卖，转向投资获利中。

但是，这并没有使沃伦·巴菲特放弃做个真正老板的梦想。而且，他立志要在商业领域一展自己的雄才。少年的意气给他带来的自信，也使他对未来的前景充满信心，踌躇满志。

由于父亲任职国会，少年巴菲特迁居华盛顿特区居住。当时，他的兴趣便转向了自创投资事业。在他十三岁的时候，他替《华盛顿邮报》（Washington Post）和华盛顿《时代前锋报》送报，也许从这个时候开始，沃伦·巴菲特就与《华盛顿邮报》结下了不解之缘，以致于后来他把数亿美元的资金投入到这家媒体上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



那么，也可能从这个时候，他已开始潜意识中去了解这家媒体了。

当时，沃伦·巴菲特用自己平时做生意积蓄的存款，购买了两台单价为二十五美元的半旧弹子机，并将它们放在一家理发厅里。不久，沃伦·巴菲特就拥有了七台弹子机。这样他每月就可以拿到两百美元的收入。

初次投资获得成功，使巴菲特更加对投资事业着迷。后来，沃伦·巴菲特与一位中学的朋友合伙用三百五十美元，买下了一部一九三四年的劳斯莱斯，以每天三十五美元的价格对外出租，到他十六岁中学毕业时，他已经赚得六千美元。而这次合伙投资也正是沃伦·巴菲特以后成立合伙投资事业的初次试验。

## 青年时代

沃伦·巴菲特中学毕业后，便进入了内布拉斯加州大学学习企业投资管理。这个时候，他对专业的知识发生了极大的兴趣。他强烈地意识到知识的重要性，便时常钻进书海中，废寝忘食地求知。尤其是在他上大二时，读到了本杰明·格兰姆(Benjamin Graham)的经典之作《聪明的投资人》(The Intelligent Investor)，真是如获至宝。而且这部书深刻地影响了沃伦·巴菲特的思想。

为了能够亲聆格兰姆真教，沃伦·巴菲特在内布拉斯加州大学以优异的成绩，拿到学士文凭后，便远离故乡，只身来到纽约，进入哥伦比亚大学(Columbia University)商学研究所求学，直接受教于格兰姆教授。这个时候，沃伦·巴菲特刚满二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



十岁。

而格兰姆当时是设在华盛顿市的政府公务员保险公司主席。他的学说精华便是强调了解一家企业实质价值的重要性，而且他相信能正确计算出这个价值，并以此做为投资者购买股票的参数，及获得较高的利益的前提。这套数学的投资方式，使沃伦·巴菲特对数字更加敏锐。

沃伦·巴菲特除了认真汲取格兰姆学说的精髓之外，还设法多与他接触，以图学习到更多的教科书中没有的知识，更重要的是通过格兰姆，沃伦·巴菲特可以认识保险公司人员，这样做非常有助于自己的专业学习。由此可见，沃伦·巴菲特从少年到青年时期，都养成了钻研经营的习惯和思想。

的确如此，在他读书期间，他通过格兰姆的关系，结识了保险公司的财务总裁。他与这位总裁熟悉后，常从他那里了解到保险业务的各种运作情况，为他将来投资保险业打下了坚实的基础。

沃伦·巴菲特在哥伦比亚大学期间，把自己从小做买卖积累下来的九千多美元存款作为资本，投资到保险公司的股份上，也是作为自己学业是否扎实的一次实验。由于有了扎实的保险业务基础知识、较敏锐的分析眼光和较密切的保险公司关系，他的这笔投资获得了较好的回报率，使他赚了一笔可观的收入。同时，也使他积累了这方面业务的投资经验。这些都是他将来闯天下的宝贵财富。

沃伦·巴菲特在哥伦比亚大学拿到经济学硕士学位之后，辞别了恩师格兰姆，回到了自己的故乡奥玛哈，就职于哈里斯·厄普汉姆公司。在这期间，尽管沃伦·巴菲特已是学有所成，但是立志于大干一番的他，没有像其他青年那样沉醉于娱乐消遣中，而是争分夺秒地继续研究学习，他忙完每天的在职工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



后，便全身心地阅读各种金融书籍。

他经常跑到内布拉斯加州府林肯市的图书馆，翻阅各种保险业的文献及统计资料。那些日子，沃伦·巴菲特不但学到了许多保险实际业务知识，还了解到全美国保险业的发展情况，并且发现了美国保险业中存在许多未被人们注意的数据，为他以后拓展这方面的业务提供了依据。

沃伦·巴菲特就职于哈里斯·厄普汉姆公司期间，与格兰姆经常保持着联系，互相交融磋商投资方法。一九五四年，应格兰姆的邀请，沃伦·巴菲特再一次到了纽约，加入了格兰姆—纽曼公司 (Graham Newman)。在纽约工作期间，巴菲特跟格兰姆一起进行实际操作，使他受益匪浅，沃伦·巴菲特也完全体验着良师投资方法的成功率。而且他从格兰姆身上学到了最可宝贵的东西，那就是理性，不轻易说“不”。

沃伦·巴菲特的成功，与本杰明·格兰姆和菲利普·费歇 (Philip Fisher) 两位投资界智者分不开。如果格兰姆给予了沃伦·巴菲特的思考基础，即安全边际，并且协助巴菲特学习并掌握自己的情绪，以便于理性地面对股市中价格涨跌时，抓住机遇从中获利，那么菲利普·费歇则给了沃伦·巴菲特最新的、可行的方法学，使他能够准确地判断出较好的长期投资，以便获取更加丰盈的利润。

要想全面了解沃伦·巴菲特的学习过程，最好是先综合地研究本杰明·格兰姆和菲利普·费歇，这两位具有传奇色彩的人物的投资哲学。连沃伦·巴菲特都用爱戴的口吻评价自己，有百分之十五像费歇，百分之八十五像格兰姆。

由此可见，格兰姆和费歇对巴菲特的一生起着极其重要的作用和影响。

格兰姆对沃伦·巴菲特的影响很深，其实并不足为奇。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



是必然的，起初从巴菲特读到格兰姆的那篇《聪明的投资人》感到震憾，而后便是受教于他，成为他的员工，再后来与他共同合作，直到最终他们成为同辈。格兰姆将巴菲特未经专业财务训练的思想加以塑形。

而菲利普·费歇又是如何成为沃伦·巴菲特成功的理论基础呢？当巴菲特阅读到费歇的《普通股和不普通的利润》(Common Stocks and Uncommon Profits）一书之后，便想方设法寻找费歇。

沃伦·巴菲特回忆说："当我见到费歇时，他所给我的第一印象，就像他的思想给我的印象一样极其深刻。他和格兰姆一样，没有架子，和蔼而平易近人，是我见到的又一位杰出的老师。当然，尽管格兰姆和费歇的投资方法不同，但是，他们在投资界是缺一不可的。"

## 财务分析之父

本杰明·格兰姆被公认为财务分析之父。他之所以被授予这个荣誉，是因为在他之前还没有财务分析这项专业，只是在他之后，人们才开始意识到并接受这种说法。

格兰姆最著名的两部著作是与大卫·陶德(David Dodd)合写的，在一九三四年第一次出版《有价证券分析》(Security Analysis)，当时，一九二九年的股市风暴刚过，全国正陷入严重的经济萧条阶段。另一部是《聪明的投资者》，在一九四九年出版。当时，其他学者还在尝试着解释经济萧条原因时，格兰姆却在企图使投资者振作起来，寻找机会，设法在不景气中立足获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



格兰姆于一八九四年五月九日，出生在伦敦。在他还在哺乳时期，就随父母移居到美国纽约。格兰姆最早就读在布鲁克林男孩中学，后来就读于哥伦比亚大学，获得该校的科学学士学位，并被选为毕委会的成员。

格兰姆能讲一口流利的希腊语和拉丁语，而且对数学和哲学也颇有造旨。虽然他不是商业本科生，但是他却选择在华尔街开创自己的事业。起初，他在一家经纪行当资讯收发人，而且很短时期，他便成为该公司的合伙人。

一九一九年，格兰姆的年薪为六十万美元，当时他仅二十五岁。一九二六年，格兰姆与查罗姆·纽曼（Jerome Newman）合伙成立了自己的投资公司，也就是后来沃伦·巴菲特曾被受雇的那家公司。该公司成功地经历了一九二九年的股市大崩盘，以后来的经济萧条，第二次世界大战及朝鲜战争，最后由于格兰姆年老体衰，于一九五六年解体。

尽管是这样的结果，但是格兰姆却是投资者成功的引渡者。他以自己的实践完成了投资学中一门科学性的专业，即财务分析专业，无疑是商业史上的一次飞跃。而沃伦·巴菲特则是运用格兰姆学说而获得伟大成功的佼佼者。

从一九二八年到一九五六年的二十八年中，格兰姆在哥伦比亚大学教授财务课程。很少有人知道他的财务曾被一九二九年的股市大崩盘所拖垮。但是格兰姆经受住了这次打击，他通过这次大崩盘获得许多启示和思考，于是与同僚大卫·陶德教授共同完成了一份关于稳定投资策略的完整论文，即《有价证券分析》。

格兰姆和陶德都有着相当丰富的投资经验。他们费了四年时间才完成了这部书。当《有价证券分析》首次出版时，《纽约时报》的路易斯·理奇（Louis Rich）写道："该书是一本迄今

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



为止整体成熟，结构严密的著作，在学术领域中，具有较高的研究价值。全文有广泛而深入的探讨，在实务上则富有洞察力。如果书中的理念能发挥其本身的影响力，它必将引导投资者的注意力，从市场转到有价证券问题上。”

针对当时的实际情况，格兰姆和陶德重点指出公司滥权问题。在一九三三年和一九三四年的证券法施行之前，公司当局发布的讯息常有误导投资人的嫌疑，而且资讯量严重不足。许多的工业公司拒绝公开营收报告，资产的评价经常令人难以置信其是否有公正性。公司发布错误的讯息，企图操纵证券的价格，无论是首次公开发行的股票，还是在交易市场中流通的股票，都是一样。在证券法公布之后，企司制度的改革虽然较慢，却也渐渐有所发展。

一九五一年，该书三版时，提出了公司滥权的情况已经成为过去，取而代之的是他们对股东与管理者之间的关系的研究。这些问题主要是管理者的经营能力和股利政策上。《有价证券分析》一书的精华，指出一个经认真选择，而且分散风险，合理价格的普通股投资组合，才有可能是聪明的投资。

而格兰姆发现，在经营领域还没有一个单一而被广泛认可的投资定义。他引用琼斯特斯·布兰狄斯（Justice Brandeis）的话，指出投资这个词包括许多意义，却未提及该项投资指的是股票，或债券，那么是一种投机的定义。购买高风险的债券，不能因为它是债券，就当成一项投资。如果股票的每股价格小于其流动资产净额，也不能只因为它是股票，而被看作投机。不管是债务，还是股票，格兰姆认为，决定用借款购买有价证券，并希望在短期内获得利润，那么这样做就是投机。

于是，格兰姆表示，投资的动机更甚于有价证券本身，决定了此项交易是投资或投机交易。针对这一问题的复杂性，格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



兰姆提出自己的定义:投资就是在经过完整的分析研究之后,认为能确保本金的安全,而且能获得较好的报酬。不符合这些要求的操作便属于投机。

格兰姆比较喜欢将投资说成是证券操作,而不只是购买单一证券。他始终主张以分散投资来减少风险,他坚持完整分析研究,是基于现有的原则和合理的逻辑,对所有可取得的事实小心研究,以期能获得有用的结论。格兰姆在此基础上,进一步阐述了证券分析的三个功能性步骤,即描述、评等和选择。

格兰姆认为,有价证券的投资,必须要考虑本金的安全和满意的报酬率。而安全并不是绝对的,在合理情况下有损失可以认为是安全投资。可是格兰姆也不得不承认,极不寻常或者意想不到的突发事件,也会致使安全性高的债券,倾刻间变成废纸。满意的报酬包括收益及证券的增值。

格兰姆指出,所谓"满意的"是主观的字眼。他说,任何收入都算报酬,只要投资人以一定的智慧采取行动,并坚持投资的定义。一个人在进行完整的财务分析时,如果能依照合理的逻辑,提出可接受的报酬率,同时不危及本金的安全,就是个真正的投资者,而不是投机客。

假如不是由于债券市场表现极差,格兰姆也许会忽视投资的定义。可是在一九二九年和一九三二年之间,道琼斯债券平均指数以 97.70 下跌到 65.78。在这里,人们不能粗心地把债券也当成一种纯粹的投资。与股票一样,买卖债券不仅可能使投资者亏损,还会有更多债券发行公司宣布破产。

所以,人们所需要的是一个可以判断股票与债券的相对投机性的操作性进行恰当的定义。

格兰姆用自己的一生,都在倾心投资与投机的争议。在他晚年的时候,他很忧心地看着法人机构投资者采取显然是投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



买卖的交易行为。经过一九七三年到一九七四年的空头市场风暴之后不久，格兰姆应邀参加了一个基金经理人的会议。他出现在圆桌会议上，被其专业领域的同辈行为所震惊。格兰姆不了解法人机构的资金管理如何由稳健的投资政策，退化为这种企图在短期内获取最高可能报酬的疯狂竞争。

格兰姆的另一个发现，是在区别投资和投机之间的差别之后，建立了一套较有效的投资观点。在《有价证券分析》出版之前，以计量方法选择股票的模式尚未建立。

在一九二九年之前，股市持牌买卖以铁路公司为主。工业和公用事业公司仅占股票市场的股票的极小部分。银行和保险公司，是那些有钱的投机客所喜欢的未挂牌的行当。那些主要业务是铺设铁路公司,因为其股票价格几乎等价于票面价值,而成为投资标准的。而且这些公司也有实质资产价值为其后盾。

而美国进入十九世纪二十年代的多头市场时，股票上市的情况，包括工业股票，也有所改善。经济的繁荣有助于更进一步的投资，最明显的是在不动产方面。尽管一九二五年佛罗里达不动产市场显盛一时，以及接下来在一九二六年的佛罗里达不动产的破产，但是商业银行和投资银行业务公司仍继续推荐不动产。不动产投资鼓励投资活动和企业活动，借此继续着乐观主义。

正如格兰姆所提到的，无法抑制的乐观主义能导致狂热的投机，而其中一个最主要的特点是它无法汲取历史的教训。

总结过去的经验，格兰姆发现造成股票市场下跌的原因有三个。

第一，股票交易所和投资公司对股票的操纵。每一天经纪商会被告知“炒作”的股票及如何放出消息，控制股票的涨跌。

第二，贷款给买进股票者的银行政策。银行借款给投机客，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



然后投机客忐忑不安地等候着从华尔街传来的最新情报。银行出借给购买证券者的资金由一九二一年的十亿美元，上扬到一九二九年的八十五亿美元。既然这样放款是以股票价值为保证，而当股市崩盘时，一切就像骨牌搭起的房屋一样，全部倒塌。

时至今日，有证券法规可以保护个人投资者免于被经纪商欺诈，而与一九二〇年相比，凭着定金交易购买证券的情形已大幅度减少，可是有些领域法律仍无法健全。第三，过度的乐观主义应为股价的大幅度下滑负主要责任。这一点是这三种原因中最根本的。

一九二九年的危机，并非投机企图假装投资，而是过度的投资沦为投机。格兰姆指出，历史的乐观主义是难以抑制的。由于持续的多头市场的鼓动，投资人开始预期一个持久和繁荣的投资时代。那些股票的买主开始失去了他们对合理价值的判断。

由于人们没有做过任何数字估算，便轻易会借钱购买股票，这是很危险的。在这个乐观的市场中，股票的价格可以是任何数字，也正是这个原因，这种高度的不理性，使投资与投机之间的界限变得模糊不清起来。

当人们意识到股票市场大跌所带来的阴影时，普通股又一次被认定是投机的一种。一旦萧条开始，投资股票就要被认为是一种诅咒。但是，投资哲学随着人们心理状况而有所改变，在第二次世界大战之后，人们对投资股票的信心又一次被唤起。当格兰姆自一九四九年至一九五一年间撰写《有价证券分析》第三版时，他承认股票已经变成投资人投资组合中的一项有利获利筹码。

在股票市场崩盘后的二十几年来，许多的学术研究会曾对各种不同的股票投资方法作过分析。格兰姆提出自己的三种方法：即：横断法（cross section approach）、预期法（anticipation

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



approach）和安全边际法（the margin of safety approach）。横断法也与现代的指数投资法相仿。选择个别股已经为投资组合所取代。投资人会平均购买道琼斯工业指数三十家公司的股票，获益则相当于那些被选入指数的公司。格兰姆认为，华尔街的老手并不一定能够达到比指数法更好的结果。预期法又分为短期选择法和成长股票法。短期选择法是个人在短期中选择最有获利前景的企业赚取利润，这段期间通常是一年到六个月。华尔街花费许多的精力预测经济前景，包括销售量，成本和盈余，公司能预期达成的指标。而这种方法的谬谈在于盈余经常是易变的，而且短期经济前景的预期也容易低估股价。

最后，是比较基本的估计，一项投资的价值，并不在于它将会在这个月或下一个月赚得利润，也不是下一个季度的销售量将会怎样，而是长久来看，该项投资预期会对投资人带来什么样的报酬，基于短期资料的决策，经常是表面而短暂的。由于短期选择法强调经济情势的变动与交易，所以成为华尔街上比较占优势的投资策略。成长性股票，简单而言，就是指企业的销售与获利成长率，高于一般企业的平均水准之上的股票。格兰姆使用全国投资人协会（National Investors Corporation）的定义指出，成长型企业指那些盈余随着周期而不断成长的企业。格兰姆认为，如果想成功地运用成长股票法，最困难的是投资人是否有能力判断成长型公司，而后确定目前的股价所反映出多少企业是成长的潜能。

所有的公司都有所谓的利润生命周期。在早期的发展阶段，公司的销售额加速成长，盈余开始出现。在急速扩充阶段，销售额持续成长，收益增加，而且盈余也急剧增加。当公司进入稳定成长阶段，销售额的成长速度开始减缓，盈余也开始变少。在最后一个阶段，由稳定走向衰退，总收入下降，同时利润的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



盈余都随之而降。

运用成长股票法作为投资策略的投资者，会遇到两难的情况。如果他们选择了一家处在迅速扩充阶段的公司，他们可能会发现公司的成功只是短暂，因为该公司将无法承受年复一年的考验，而且公司的利润可能无法长久。还有，处在稳定成长阶段的公司，可能好景不长，当盈余开始下降时，公司会很快进入稳定到衰退时期，多年来，要想准确无误地指出一家公司是处在生命周期的某个阶段，一直令财务分析师们深感为难。

如果推测一下，投资人已 正确地特别指出一个成长型公司，投资人该以什么样的价格购进最为合理？显而易见，如果公司的名气较大，而是在繁荣时期，那么其股价相对而言会比较高。格兰姆提出，我们如何知道价格过高？很难准确回答。

另外，就算是决定正确，投资人将立刻会面对一个新的风险，即公司将会比预期的成长更缓慢。要是这种情况发生了，投资会就会支付过高的股价，因为股票市场的修正机能，很可能使股票的价格下跌。

## 安全边际

如果分析师对于公司未来的成长持乐观态度，而且相信这家公司将会适合加入投资组合中，分析师有两个购买方案可采用。一是当整个市场都以低价交易时，可以购买该公司的股票。二是当交易价格低于它的实质价值时购买。虽然此时整个市场的实质价位并不低。而格兰姆认为，不管采用什么方式购买，都应该考虑安全边际（margin of safety）。

只在股市低档时，才买进证券的投资策略，将导致某些困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



难发生。

首先，其诱骗投资人发展公式以显示出市场在哪一点是昂贵的，以及在哪一点又是低廉的。投资人此时将会紧张地观察大盘涨跌，却无法真正预测股价。

其次，当股市处在平稳价格时期，投资人将无法凭购买股票获得。可是，要想等待股市回跌才购买股票，可能不但很麻烦，而且会毫无用处。

格兰姆建议投资人应该把精力用在分辨价格被低估的股票上，而不管全部的股价水准。要使这个投资策略有系统地运作，投资人需要方法或技术来判断价值被低估的股票。分析师的目的是培养出能够计算实质价值，分辨股价低于实质价值的股票的能力。买进被低估的证券，而不是去理会市场水准。

在一九三〇年和一九四〇年之间，格兰姆提出了一个战略性课题，即安全边际。

格兰姆把稳定投资的概念压缩成一句话，那就是安全边际，这一精确的箴言适合所有的证券。例如，如果一位分析师回顾某公司的营运史时发现，平均而言，在近五年中，这家公司每年赚得的盈余为固定费用的五倍，那么公司的债券就达到了安全边际。格兰姆没有预期投资人能否正确地判断出公司将来的收益。不过,，他认为如果盈余和固定费用的差额大，就算公司出现料想不到的利润衰退，投资人也不会受到什么损失。

建立安全边际的概念并不太困难，真正的考验是这个方法是否适用于股票。格兰姆推测如果股票的价格低于其实质价值，则股票存在一个安全边际。很明显，为了应用这一概念，分析师需要一些技术来决定公司的实质价值。格兰姆认为实质价值就是那些事实决定的价值，这些事实包括公司的资产、盈余和股利，以及任何将来发生机率极高的情况。而在决定公司的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



值时，唯一最重要的因素是它将来的获利能力。

简而言之，公司的实质价值能够由估算公司的盈余，乘上适当的资本化因子来算出。这个资本化因子，或说是“乘数”(multiplier)，受公司盈余、资产、股利政策和财务状况稳定与否的影响。

用实质价值估算股价，会被分析师对公司未来经济状况的不精确计算所限制。但是分析师的预测和计算结果，可能被一些潜在的未来因素轻易地否定掉。销售量、定价和费用的预估是困难的，如此使得运用资本化因子计算股价，变得更加复杂。不过格兰姆提出的安全边际法，能够成功地在三个区域有效。一，它在稳定的证券，比如债券和特别股运作良好。二，它能够运用比较分析。三，如果公司的股价及其实质价值之间的差价够大，那么安全边际就能够用来选择股票。

一般情况，实质价值是令人无以捉摸的概念。只有直接由市场行情价格来看，才能明白一些。本来，实质价值被认为企业的帐面值，要么是企业的实质资产总值减去负债的总数。这种概念与早期认为实质价值可明确被估算有关。但是，分析师后来发现，一家公司的价值不但是它的资产净值，实际上，也包括这些资产所产生的盈余价值。而精确地决定公司的实质价值，并不是必要的。

然而，取而代之的是必须接受一个近似的衡量或评价范围。为了要建立安全边际，分析师只需要一个相对于市场价格的数字，看看它是高于还是低于市场价格。

掌握净资产价值。格兰姆认为，财务分析不是一门精确的学科。有一些特定的量化因素，包括资产负债表、损益表、盈余和股利、资产与负债科目，他们对完整的证券分析研究，有极大贡献。两个最常见的质化因素是经营能力和企业的本质。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



然也有不容易分析的质化因素，虽然是这样，却是公司计算实质价值过程中必要的两因素。

格兰姆对于过份强调质化因素深表忧虑。格兰姆并不否认这些质化因素存在的价值。然而，当投资人过度重视这些无以捉摸的观点时，潜在的失望便会增加。对质化因素持乐观主义，通常导致建立一个更高的资本化因子。从自己的日常积累的经验中，格兰姆发现在某种程度上，投资人会把注意力由可见的固定资产转移到无形资产上，例如经营能力和企业的本质，而这会暗中为投资者带来具有风险的思考模式。

当然，投资人必须确定市场，一开始就以净资产价值当作基本的出发点。如果投资人购买资产，他的下限被限制在那些资产的变现价值上。而如果那些预测无法实现，没有谁能把投资者从乐观的成长预测的失败中唤醒。如果有一家公司被认为是很有吸引力的企业，并且可以预知其未来丰厚的盈余，无庸置疑，它会吸引越来越多的股票投资者。

格兰姆认为，那些投资者将会出高价购买它。同时这种价格盈余比将逐渐增加。当越来越多的投资人被预期的回收迷惑时，价格很容易偏离其现有价值，而创造出一个美丽诱人的幻像，而后又不断扩大，直到最终破灭。

格兰姆认为，如果大部分公司的实质价值来自于经营的品质，企业的本质和乐观的成长率，那么几乎就没有安全边际可谈了。

另一方面，如果公司的实质价值大部分来自于可量化的因素，那么投资人的风险就是有限的了。固定资产可以是量化的，股利也可以是量化的，目前的盈余与过去的盈余也可以是量化的。这里的每一个因素都可以用数字证明，并由自己的经验做为参考根据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



格兰姆表示，良好的记忆力是他的一个负担。这是指他对生命中发生过的两次财务危机的记忆。

格兰姆认定两个投资法则：一，严禁损失，二，不要忘记第一个法则。而严禁损失的观点促使格兰姆发展出两种选择股票的方法。在运用这两种方法的时候，都须坚守安全边际。第一，以低于三分之二的净资产价值，买进某一家企业的股票。第二，将注意力投在有较低本益比的股票上。

以低于净资产价值的三分之二价格买进一家公司，刚好符合格兰姆的要求，而且也满足他所要求的数学期望值。格兰姆没有把公司的工厂、财产和设备列入考虑范围。另外，他扣除所有公司的长短期负债，只注意流动资产净额。如果股价低于上述计算结果，那么购买此公司的股票，其安全边际已达一定水准，投资人的资本已获保障。这是连投资笨蛋也会处理的方法。格兰姆进一步解释说，这些结果是基于股票投资组合（分散投资）所产生的可能结果，而非单一的股票为考虑基础。在股价低下的市场中，这类股票很多，而在行情上涨期间却极为少见。

在投资之前等待市场回跌，可能是不合理的，因此，格兰姆继续研究设计了第二种购买股票的方法，他重点放在股价下跌本益比低的股票上。

还有，公司必须有一些正资产净值。换言之，就是公司的负债必须低于它本身的价值。在格兰姆的职业生涯间，他运用这个方法引出许多变化，以有助于自己的研究。在他过逝前不久，他与西德妮·寇特（Sidney Cottle）合作修订了《有价证券分析》等五版。

当时，他正在分析十年来符合某些财务条件的股票，这些条件包括，低本益比、股价等于它过去最高价的一半，以及资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



产净值为正的公司。他还测试了一九六一年以后的股票，而且发现那些结果都非常符合他的期望。

以低于资产净值的三分之二价格买进股票和买进低本益比的股票，这两种方法所挑选出的股票，雷同的情形很多。而且他用这些方法精选出来的股票，非常不受市场欢迎。一些大小事件造成市场使这些股票的价格低于其实质价值。格兰姆认为这些低得不合理的股票相当吸引人购买。

格兰姆把自己的学说建立在特定的假设上。他相信市场经常出现股票不适当的价格，这种错误的标价往往是因为人类惧怕和贪婪的情绪所引起的。以极度的乐观主义来看，贪婪使股票价格爬升到超越它们的实质价值，连带的造成市场高估股价。

另一方面，惧怕使股票的价格低于它们的实质价值，连带的造成市场低估股价。第二个假定是基于统计上的现象，“调整到平均数”，虽然格兰姆没有使用这个名词，他却用辩者的语气，引用了贺拉斯（Horace）的话表示，“许多应被买进的股票价格都下跌了，而许多价格应该下跌的股票却炙手可热。”虽然话是这么说，但是格兰姆相信，投资人能够从无效率市场的修正力量中，获得利润。同时投资人在面对股票市场时，必须是相当的理性，及正确估价自身与市场接轨的概率。

## 投资顾问

当格兰姆正在撰写《有价证券分析》的时候，菲利普·费歇开始了他的投资顾问生涯。进入史坦福大学商学管理研究所之后，费歇开始在旧金山的一家银行当分析师。在短短的两年中，他就成为该银行统计部门的领导人。就在他身居高位时，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



经历了一九二九年的股市崩盘。后来，他经历了短暂的当地经纪商职业生涯后，决定成立自己的投资顾问公司。在一九三一年的三月一日，费歇的公司开始征求委托人。在三十年初期，成立投资顾问公司，也许是不明智的。但是费歇发现，出乎意料之外，他掌握了二项优势。首先，每个手中握有资金的投资人，经历了股市崩盘之后，大部分都对自己目前的经纪人感到不满。其次，商业人士在不景气期间，曾经和费歇进行过多次的会谈。

在史坦福时，费歇修习的一个商业课程，指定他必须和他的教授到旧金山地区做短期访问。教授加入企业主管一连串的讨论，并研究他们公司的问题。回到史坦福的途中，费歇和他的教授不断地谈论着那些他们拜访过的公司和管理阶层。费歇说：每个星期的那几个讨论时间，是他曾接受过的训练中对自己最有助的。就是这些经验使费歇相信，超额利润的创造必须，一，投资那些潜力在平均水准之上的公司；二，向那些最有能力的经营阶层看齐。为了要选出这些有独特潜力的公司，费歇发现了“计分系统”(Point System)，以企业本身的特质和其经营管理能力为基础，评列它的等级。

企业的特质中，费歇印象极深刻的是公司能以高于一般企业水准的能力，使销售与利润每年呈递增趋势。为了达到这个目标，费歇相信公司需要拥有产品或劳务，至少在数年之内，有充分的市场潜力，使销售大幅度增长。费歇并不太注意销售上的每年持续成长。但是，他以公司在数年内的整体表现，判断其优劣。他深知商业景气循环往复地变动，对于销售额与利润影响很大。费歇以十年为一周期，找出那些在十年间，成长率高于平均水准的公司。按费歇的观点而言，两类能够预期获得高于平均成长率的公司是幸运且有能力和幸运来自其能力的。

美国铝业公司(Aluminum Company of America)就是个例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



子。这家公司是有能力的，因为那些公司的创立者具备卓越能力，因此公司才有卓越的表现。公司管理阶层的高瞻远瞩，预见他们公司产品未来的商业效果,并信心十足地认真地工作,开拓铝用品市场以增加其销售量。这家公司也是幸运的，因为管理得当可以及时控制外在事件，对于公司和它的市场刚好有好的影响。航空运输业的迅速发展,促使铝的销售量急剧增加。正因为航空工业的发展，美国铝业公司所获得利润远超出原来的估计。

按费歇的观点,杜邦是一家属于幸运来自其能力的公司。费歇说:“假如杜邦仍停留在销售其最初的产品即火药,那么公司最多也只会发展成像大多数典型的采矿公司一样。但是，由于管理者善于利用公司因制造火药而发展出的技术，杜邦能够创造出新的产品，包括尼龙玻璃纸和透明的合成树脂。这些产品创开出自己的市场，为杜邦赚进数亿美元的销售金额。”

费歇认为，公司为研究和发展所做的努力对维持公司超水准的销售成长潜力有相当大的作用。很明显的，如果不是对研究开发投入大量的努力，杜邦和美国铝业公司都不会维持长期的成功。即使是非技术性的企业，也需要投入更专注的研究开发中心，以生产品质更好的产品和更有效率的服务。

另外，费歇也测试公司的销售组织。他认为，公司虽然能够发展杰出的产品和劳务,但是除非他们是“专业化行销”(expertly merchandised)，否则投入研究开发的努力将没有办法转化为市场销售。销售组织的责任在于帮助顾客了解公司的产品和劳务的优点。费歇说，销售组织也应该观察其顾客的购买习惯，而且能够注意到消费者需求的改变。简言之，销售组织是市场和研究开发单位之间，一个无价的环节。

然而，仅仅有市场潜力是不够的，费歇提出，即使有能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



使销售成长在平均水准之上,如果公司无法为股东赚取利润,就不宜投资于这家公司。如果多年以来,利润不能够相对地成长,则所有的销售成长都不代表公司股票是正确的投资工具。因此,如上所述,费歇的投资研究包括:检验公司的收益,公司对维持收益或保持收益成长的决心,以及公司的成本分析和会计控制。

费歇认为超额的投资收益,永远无法仅在目前有收益的公司上实现。有些公司时常在景气扩张期间产生足够的利润,反之,在经济不景气期间,其利润总是迅速衰退,因此,费歇所寻找的投资对象不但是成本最低的生产者或劳务提供者,而且是致力于维持此利润的公司,损益平衡点较低的公司,或是拥有相对较高收益率的公司,比较能够经得起衰退经济环境的考验。最后其终能逐出较弱的竞争者,强化自己的市场地位。

而事实上,没有任何一家公司,永远维持住它的利润,除非这家公司能够同时分析其成本结构,同时又了解制造过程中每个步骤所消耗费用的成本。费歇说,为了要这样做,公司必须慢慢地落实会计控制和成本分析。这个成本结构的资讯,使公司能够将它的资源集中于那些最有经济效益的产品或维修上。另外,会计控制将帮助公司认清作业过程里料想不到的障碍。这些障碍或无效率,充当早期警卫的作用,以保证公司的总体获利的能力。

费歇对公司利润的敏感度,与另外一点密切相关,即公司不以增资发行股票筹措财源以维持公司在未来持续成长的能力。他认为,如果公司只能够由发行股票而成长,那么流通在外的大量股票,将会降低任何股东可能从公司的成长而获得的利润。高收益率的公司如果能由公司内部生产运转资金,将有较高的投资报酬。除此之外,能够对本身固定资产与营运资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



所需的现金，做好适当成本控制的公司，比较有能力管理其现金需求，同时避免使用现金增资方式募集资本。

费歇很明确强调，好的公司除了要拥有高于平均水准之上的企业特质外，同样还必须拥有经营能力高于平均水准的经营者经营公司。这些经营者应有强烈责任心发展新的产品与服务，以便在目前的产品与服务的获利能力被榨取殆尽之后，仍能继续刺激长期的销售成长。源于现有生产线产品与服务的信心，许多公司乐观地相信未来公司会有足够的成长，而能维持几年的营运。可是，很少有公司已制定出能维持未来十到二十几年内持续利润成长的政策。经营者必须定出长期生存的公司政策，为了达到这些目标，这个观念要求的是长期的获利。因此，必须把短期利润列为次要目标。费歇解释说，放弃短期利润不应该与牺牲现时的利润混淆起来。能力超过平均水准之上的经营者，应同时有能力履行公司长期的计划，并且能够注意到公司每日的运作情形。

那么，除了这个能力以外，企业是否有绝对正直和诚实的经营者？那些经营者的行为是否符合股东受托人的身份，或他们只关心自己的福利？费歇坚信，想要明白经营者的意图，唯一的方法就是观察他们如何与股东的沟通。所有的企业，不管好坏，都会经历一段出人意料的艰难时期。一般情况下，当企业营运状况较好的时候，经营者会畅所欲言。而企业经营状况出现滑坡时，经营者会很诚恳地谈论他们公司的困难或者少言寡语。由此看来，经营者对企业困境的反应，可以看出其经营的态度和能力。

要使一个企业获得成功，经营者必须和全体员工之间有着融洽的工作关系。费歇认为，员工应该几乎真心感到他们的公司是工作的良好环境。蓝领阶层的员工应该感到他们得到重视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



和适当的待遇。提拔员工时，使他们觉得是基于工作能力而非偏爱而迁升。

那么，经营者要成功，是否其阶层有团体竞业精神？公司的总经理拥有一个智囊团？他有能力授权指派代表，负责公司的部分营运？即企业的竞争优势又在何处？

最后，费歇检测公司的特点，也就是企业和经营阶层的特质，以及与其它同类公司比较的结果。在这个探索中，费歇试图按着某种线索，以引导自己了解一家公司与其它竞争者相对的优越性。他认为，只是阅读一家公司的财务报告，并不能判断是否对该公司进行投资。而真正投资的基本原则，是尽可能地从熟悉这家公司的人中，获取第一手资讯。重要的是，费歇正在尝试询问所有可问的问题。

费歇的调查，使他对企业的顾客和企业本身进行多方位的了解。他寻找曾经为该公司工作的员工和顾问。他又与大学里的科学研究者、政府员工和商业机构的主管会面，他也访谈竞争的同类们。尽管主管有时可能不愿对自己的公司披露太多，但是费歇表示，他们从不缺乏对其竞争行业者的批评。费歇说："那是相当令人惊讶的，又是多么正确的一张强弱相比较图呀，产业中的每个公司的真实状况，或多或少可以从与公司有来往的意见提供者所透露的讯息中交织而成。"

许多投资人不愿意花这样的时间和精力，去了解某家公司，发展"葡萄藤"状的网络，而且安排面谈是很花时间的。而为每一家公司重复建立"葡萄藤"状网络，是一件很困难的工作。费歇以减少手上持有的公司家数，来减轻自己的工作量。一般来说，他的投资组合少于十个公司，而且时常是三到四个公司即占去他股票投资的百分之七十五。

费歇坚信要成功，投资人就需要做好一些事情。包括投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的股票是在投资人的竞争优势圈里。费歇表示，自己的早期的错误是，“用超出自己有限经验之外的技巧，去作投资计划。我开始投资那些我并不完全了解的公司，它们的经济活动领域截然不同；而我也没有任何相关可供参考的背景知识。”

## 成 功 之 道

格兰姆和费歇之间的差异极为明显。格兰姆强调的是个数量分析问题，只注重那些能够被测量的因素，即固定资产，流动盈余和股利。而且格兰姆研究的工作也只是包括公司的档案和年报。

与费歇不同的是，格兰姆并不去拜访顾客，竞争者或管理阶层。他只对发展那些能够容易且安全地被一般投资人接受的投资方法有兴趣。为了减少风险，格兰姆建议投资人将手上的投资组合尽量分散化。

费歇的投资方法是重视特质的分析，强调那些他相信会增加一个公司价值的因素，对未来成长的预期，和管理阶层经营的能力。

然而格兰姆只对购买便宜的股票感兴趣，费歇却只购买实质价值有潜力长期成长的公司，不像格兰姆，费歇会花费许多精力和时间，包括广泛的面谈，去发现可能改进其选择过程的任何蛛丝马迹，还比较喜欢集中他的投资组合于少数股票。

沃伦·巴菲特求教于这两位投资大师，他认为，格兰姆和费歇尽管投资策略不同，但是最终的目的是一样的。而且他们的投资方法在投资世界里是并驾齐驱，有着同等的重要地位。

而且巴菲特卓越的投资成功，就是建立在二者的基础上的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



他兼收二者投资策略的优长特点，如对企业及其经营的一些特质作深入研究，这是吸收了费歇的观点。而对于价格和价值这些数量上的概念，他又吸收了格兰姆的主张。

## 后来者居上

在投资领域，沃伦·巴菲特成了格兰姆实质价值投资法的公认的传人。确实如此，巴菲特的名字几乎就是实质价值的同义词，这样说并无夸张，是合乎逻辑的。因为巴菲特是格兰姆一生中所教出的最杰出的学生。而且巴菲特本人也从不错过任何机会去报答格兰姆的教导启迪之恩。巴菲特认为，格兰姆是在他投资生涯中最具影响的人。

然而，对于一些公司的投资，像美国运通（American Express），一九六四年投资；华盛顿邮报（The Washington Post Company），一九七三年投资、CEICO，一九七八年投资；首都/美国广播公司（Capital Cities\ABC）一九八六年投资；可口可乐公司，一九八八年投资；和威尔斯法哥公司，一九九〇年投资；以上这些企业没有一家能够通过格兰姆的财务检验。巴菲特却大量地投入了资金，而且获得了成功，这是巴菲特在格兰姆投资基础上，又进行了发展和完善，已超越了格兰姆。

在早期的股票投资生涯中，巴菲特的确致力于格兰姆投资方法的实践，很快地，巴菲特开始了解，他曾经以格兰姆严格的数量指导方针所投资的一些股票，是没有利润的投资。当他在格兰姆——纽曼合伙公司工作期间，巴菲特开始深入研究各类财务报告，希望以此了解是什么因素导致公司股价下跌。而巴菲特所学到的是，许多他曾经以低廉价格买进的公司股票之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



所以便宜的原因,是因为其所属公司的营业状况正面临危机。早在一九六五年,巴菲特就开始注意到格兰姆买进廉价股票的策略并不实用。巴菲特认为,格兰姆的公司实质价值法以低价买进某公司股票后,该公司经营上的变动有机会使投资人以高价卖掉手中的股票。

为了使格兰姆的投资策略有效,巴菲特认为,必须有人扮演流通者的角色。如果市场上没有人扮流通者,就必须有其他的投资人乐于购买你的公司的股票,这样,才会使股票的价格上涨。

巴菲特解释道,假如投资者支付八百万美元给一家开价一千万美元的公司,而投资者又能适当地卖掉这笔投资,那么他将会有一笔可观的收入。然而,此时公司潜在的营运状况不太好,而须耗费十年的时间来销售该公司,那么投资者的总利润有可能低于平均水准。巴菲特学习到,时间是绩优企业的朋友,是平凡者的敌人,除非他能够适当的时候清算这家表现低劣的公司的资产,并从购进价格和该公司资产的市场价值中获利,否则他的绩效将是大有疑问的。

从自己最早期的投资失误中总结教训,巴菲特开始不再完全照本宣科,严格遵守格兰姆的投资策略,他承认:“我进化了,但是我并没有优雅地从人猿演变成人类,或从人演化成人猿。”相比于公司的量化层面特征,巴菲特此时开始重视某些公司的质化特征,但是他仍然发现自己也在寻找市价低于实质价值的投资。”

巴菲特引用凯恩斯的话,试图解释他的两难。“困难并不存在于那些新的主意,而是来自逃脱出旧的圈套。”巴菲特不得不承认,自己的进化曾一度停了下来,因为格兰姆教他的东西实在太重要了。即便在今天,巴菲特仍然不忘格兰姆的基本理念:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



安全边际理论。

巴菲特深有感触地说:“在读他的理论四十二年后,我仍然认为那是正确的。”巴菲特从格兰姆那里学到的是,成功的投资必备条件是,股票的市场价格必须低于公司本身的实质价值。

一九八四年,在哥伦比亚大学纪念《有价证券分析》出版五十周年庆祝会的演讲中,巴菲特高度地评价了格兰姆对投资领域所做出的卓越贡献。“有一些成功的投资人把本杰明·格兰姆视为他们的精神领袖。格兰姆所提出的安全边际的理论是伟大的。”但是,每个学生各自都在寻找各自不同的方法应用这个理论,来决定公司的实质价值。然而最重要的是,他们都在寻找公司的实质价值和公司有价证券价格之间的差价。对巴菲特最近的购买行为产生误解的人,无法将理论和实践方法分清楚。当然,巴菲特肯定格兰姆的安全边际理论,但是他又强调自己已经脱离了格兰姆的方法。据巴菲特自己透露,最后一次以格兰姆的数量法而轻易取得利润的时机,是在一九七三年到一九七四年之间。

求学于格兰姆并继承其学说精化的沃伦·巴菲特并不满足,于是,当他在一九六九年读到费歇的著作时,他像是又发现了宝石一样,心喜激动,而真正将巴菲特的思想转为费歇主张的重要人物就是查理·门杰。从某一方面来说,查理使费歇的公司特质理论具体化。查理对一家优势企业的价值,有着敏锐的观察力。喜诗糖果店和水牛城新闻报是经营良好的公司在市场上得到合理价格的实际例子。查理传授给巴菲特有关如何寻找优秀企业的智慧。

本杰明·格兰姆是一位美国东岸学者,他提出低风险的量化投资策略。费歇是位西岸企业家,他则提出一种高风险的质化投资策略。值得注意的是,巴菲特结合了两者的投资策略,并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



在内布拉斯加州自立门户。有趣的是这个地方正好在中部，界于东西岸之间。

沃伦·巴菲特从费歇那里学到了企业的类型，对投资很重要。同时，他也学到了经营管理阶层的好坏，能影响潜在的企业价值。因此企业经营管理状况也就成了投资研究的重要项目之一。费歇指出，为了要完全了解企业的讯息，投资人必须全面调查公司和它的竞争。从费歇的学说中，沃伦·巴菲特认识到了“葡萄藤”资讯网络的价值。又经过这么多年的实际经验的检测，巴菲特已经建立起接触面广泛的网络，以协助评估不同的企业。

费歇认真告诫巴菲特，不要过份强调投资的多元化。据费歇的方法而论，投资人已经被误导，以为把他们的资金投进各个不同企业中就可以减少风险。购买太多种股票的缺点，是使投资者顾此失彼。而投资者的风险在于，他们对比较熟悉的公司的投资显得太少，却对陌生的公司，投资得又太多了。这种贸然买进一家未经透彻了解的公司，很可能要比有限的投资组合冒更大的风险。

这一点与格兰姆的观点相对立。格兰姆没有想过企业的特质，也就不会思考企业经营管理的能力。他把他的研究领域限制在公司的资料和年报上。如果是因为股价小于公司的资产而获利的数字机率，格兰姆就购买这家公司的股票，不论它的企业本质或经营管理状况。为了增加成功的把握，格兰姆尽可能地选择购买和这些统计结果乐观的公司。这个想法与费歇的主张也是相对立的，如果格兰姆的理论限制在这些说教上，巴菲特也不会那么认真求教于他，并对他深表敬意了。尤其格兰姆的安全边际理论，对巴菲特极为重要，以致于成为巴菲特的投资策略的重要因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



除了安全边际理论学说成为巴菲特投资策略理论的基础外，格兰姆还帮助巴菲特正确认识跟随目前投资股票市场波动的荒谬。股票包含了投资和投机两种特性。安全边际则帮助人们了解股票的特性投资。股票投机的特性是人们惧怕和贪婪两种情绪作用的结果。这些情绪出现在大多数投资人的身上，结果致使股价在公司的实质价值边缘强烈上下震动。

如果投资人能够从股票市场的情绪波动中走出来，他将有机会从其他投资人的没有理性行为中获得利润。因为这些投资人的购买行为是基于情绪而不是理性。

格兰姆教会了巴菲特如何进行投资的独立思考。如果你已经由深思熟虑的判断，获得合乎逻辑的结论，那么绝不要因为别人的不同意而被劝阻进退维谷。格兰姆有这样一段智理名言，“你不会因为这些人的不同意，而判断正确或错误。你之所以正确，是因为你的资料和推理是正确的。”

沃伦·巴菲特对格兰姆和费歇的推崇是完全可以理解的，如果没有他们的身教，巴菲特就不可能有今天的卓越成功。格兰姆给予了巴菲特投资的思考基础：安全边际，并协助巴菲特学习掌握他的情绪，以便于在市价的涨落中把握机遇从中获利。而费歇给予巴菲特最新的、可行的方法学，使他能够判定出好的长期投资。

当人们真正了解到沃伦·巴菲特集格兰姆和费歇两种学说于一体时，对巴菲特的投资行为也就有些明白了。迪斯卡特(Descartes)曾评价道：“光是具备优秀的聪明才智是不够的，关键是去加以应用。”

也就是这种超凡的才智，使沃伦·巴菲特同一般的投资者区别开来，他的不少同僚都是智商相当高而且训练有素，同时致力于投资事业。而沃伦·巴菲特之所以高高在他们之上，是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



因为他有卓越的实践能力，能将他的投资策略付诸于实际中。

## 柏克夏体系

任何有关沃伦·巴菲特和柏克夏·哈斯威的论述，如果没有提到查理·门杰都不算完整。查理·门杰，是柏克夏·哈斯威的副总裁：是巴菲特最值得依赖的经营合作伙伴。

巴菲特和查理的友谊，开始于六十年代。查理是地地道道的奥玛哈的本地人，但是，跟巴菲特不同的是，查理所受的教育是在法律事务上，而不是商业。从哈佛法学院毕业之后，查理在洛杉机开了一家法律事务所。在一九六〇年拜访奥玛哈期间，查理和巴菲特碰面，话题很自然地转到投资上。巴菲特的论据很令人信服，不久，查理也创立了类似巴菲特的投资合伙事业。

从一九六二年到一九七五年，查理极为成功地经营了一个投资合伙体。尽管一九七三年至一九七四年股市低迷，他的合伙体每年仍有19.8%的平均年复利报酬率，远胜于同一时期道琼斯工业指数的平均报酬率5%。查理的投资组合是集中在较少数金额较大的股票上，所以投资报酬变动很大。虽然如此，他的方法却与巴菲特非常类似，他们俩都在找寻一些股价低于其潜在价值的企业。

查理投资的其中一个公司是蓝筹印花公司。与巴菲特同时，查理在六十年代末期，开始买进蓝筹印花的股票。最后，他成为该公司的董事长。他的责任包括管理蓝筹印花公司的有价证券投资组合，那是用来抵销印花偿还负债用的。

从一九六〇年到一九七〇年之间，查理与巴菲特一直保持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



联系，一九七八年当多角化零售公司与柏克夏·哈斯威合并的时候，他们的关系就更亲密了。当时，查理是柏克夏·哈斯威董事会的成员，当柏克夏与蓝筹印花公司合并时他为副董事长。在蓝筹印花公司达到它盈余最高点期间，巴菲特和查理不只取得喜诗糖果和《水牛城新闻报》，在一九七三年，他们取得魏斯科财务公司（Wesco Financial Corporation）80%的股权。

查理担任蓝筹印花公司的董事长期间，路易斯·文森特（Louise Vincenti）是魏斯科财务公司的总经理。在蓝筹印花公司与柏克夏·哈斯威合并后，文森特当时七十七岁，退休下来，查理便成为魏斯科财务公司的董事长和总经理。公司有三个主要子公司：精密钢铁（Precision Steel），魏斯科财务保险公司和相互储贷公司（Mutual Saving and Loan）。

精密钢铁公司位于伊诺州的富兰克林公园市，是魏斯科在一九七九年以一千五百万美元买下来的。精密钢铁公司虽然看上去像是一家普通商品公司，但是，该公司在供给特级钢上享有盛名。它们的价格合理，而且技术服务一流，在供应短缺时期，精密钢铁公司得到全国的认同，是可信任的供应商。自八十年代以来，精密钢铁公司一直盈利，仅一九九三年其营业净收入达二百万美元，占魏斯科总净收入的10%。

一九八五年，魏斯 科拿出四千五百万美元和柏克夏·哈斯威联合投资，成立魏斯科财务保险公司（Wes－FIC）。它现在在内布拉斯加州，犹他州和爱荷华州均有分公司。查理也仿效巴菲特长久以来的作风，不承保无利可图的保单。现在，Wes－FIC与柏克夏·哈斯威一样，是一家长期性资本企业，而且是短期表现良好的保险公司。尽管如此，在一九九三年，Wes－FIC营业收入仍达到一千两百四十万美元，是魏斯科总净收入的60%。虽然，查理固定在每年的魏斯科年报上，向魏斯科的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



东们说明保险企业的风险所在，但是，很明显地，保险业是巴菲特的忠爱。而查理则偏爱储贷业。

查理参与储贷业时，曾遭到无知员工怠工，甚至从事犯罪活动，及监督人员不足，缺乏财源等因素所造成的产业风险。类似这种可怕的经验，巴菲特对保险业也有相同的体会。当储贷业的灾难出现时，很少有人愿意或有能力采取相应措施，以躲开这明显的金融恐慌。但是查理却鼓起勇气改变，带领相互储贷公司进入新的方向。在一九七九年和一九八五年之间，因储金高成本和未来利率的不确定，相互储贷公司没有新的放款。一九八〇年，查理卖掉十五个分公司，只留下总部和购物中心的一家分公司。他还卖掉了储蓄帐户中的三亿零七百万美元，和同值的最高殖利率贷款抵押。唯一留下的是最低殖利率和最快到期的抵押。

总之，看到那些危险讯号之后，查理便轻装而行，排除障碍，准备扬帆航行到暴风圈内。一九八一年，尽管营业利润低，相互储贷公司仍有最高的股东权益与总负债比。相互储贷公司也有较高比率的资产投资于短期票券、中期免税和公司事业特别股票，它们的税前获利几乎是一般存放款抵押投资组合的二倍。

在最后的三十年间，查理和巴菲特之间的友谊更加密切了，在柏克夏的股东年会里，他们坐在欧芬戏院（Orpheum Theater）的舞台上的直靠背椅上，回答股东们的问题。几年前，巴菲特不好意思地宣布他买了一架公司专机，查理为此很懊恼。查理认为这样很奢侈，而且想命名这架飞机为“精神错乱”（The Aberration）。巴菲特开玩笑地表示，查理所谓奢侈的旅行，是坐有冷气的公共汽车。事实上，查理确实坐飞机旅行，但坐的是普通舱。由于彼此为飞机命名一事无法让步，查理和巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



最后决定用“无议”（The Indefensible）这个名字。

查理的节俭不仅在他选择旅行方式上，每年，查理都要负责撰写魏斯科的年报。他不雇用财务公关，也不使用彩色线图或图表，时常年复一年在年度报告里使用相同的描述。不像巴菲特，查理在年报里，确实使用过魏斯科公司总部的相片，而且是黑白的。许多年来他始终使用同一张，直到股东们嘲讽他，“使用这样旧的相片，连六十年代的车都还看得见。”查理无奈，只好又换了一张黑白相片，而里面唯一的差别是总部前面的树长高了。经过这些年的努力，魏斯科股东的投资也成长了。一九七三年当柏克夏购并魏斯科的时候，其股价是每股六美元。到一九九三年年底，魏斯科的股票上涨到每股一百二十九美元。多年来，除了一般适度的股利发放外，从一九七三年以后，魏斯科的股票报酬率达到16.6%。

一九九一年，巴菲特的妻子苏珊被提名递补柏克夏·哈斯威董事会的缺位。苏珊是柏克夏·哈斯威的第二大股东，而且如果他活得比巴菲特久，她将会继承他的柏克夏股份。假如巴菲特死了，有二件事情可以令股东们感到慰藉。一，没有任何巴菲特的股票会被卖掉，巴菲特太太也受命，不得因为吸引人的价格，而出售任何柏克夏的子公司。二，巴菲特已经请查理接下管理柏克夏·哈斯威的重任。巴菲特曾幽默地向股东们说：“我一死，柏克夏的盈余将立刻增加一百万美元，因为查理将在隔天就卖掉公司专机，无视我希望和‘无议’号一起埋葬的愿望。”

由此看来，巴菲特与查理之间有着非比寻常友情。查理也和巴菲特一样，对以一般常识为标准的经营原则，保持不让步的态度。就像巴菲特在保险业中忍受着低报酬，有时甚至拒绝接受保单一样，当存放款业务难以控制风险的时候，查理也曾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



拒绝放款。两者都表现出管理高品质企业所必备的管理能力。

柏克夏·哈斯威的股东们深感欣慰的是，有巴菲特和查理这两位卓越的合伙管理人，帮他们在各种经济环境中赚钱，使他们长年收益。按巴菲特对强制退休的规定而言，他本人不信这一套。柏克夏的股东们将继续受益于两个人的智慧，直到将来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第三章　深谙其道展雄图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

巴菲特说："当市场供应量不足的时候，我们加入大的供应量，而当市场供应充裕的时候，我们便较少的参与竞争。当然，我们不是因为要做稳定剂而遵循这个政策，我们只是相信它是最合理、最有利的企业经营方法。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



沃伦·巴菲特很善长吸取别人成功的经验。他不仅潜心于研究格兰姆和费歇的投资策略，而且还阅读了大量的书籍，内容面涉及较广，不但对世界各国各界成功人物比较了解，而且常把前人的经验加以翻新，注入自己的想法。

开始步及投资行业时，沃伦·巴菲特较为谨慎，十分注重格兰姆的投资方法，即以低于企业运营资本的价格购买该公司的股票，在保证不亏本的情况下，还会有盈利。可是，后来他发现，格兰姆的方法固然有道理，却也非十全十美的，还是可以以此为基础，进行因事而宜的发挥，尤其是吸收了费歇的投资主张后，沃伦·巴菲特在投资策略上也就日趋完善了。他不但集格兰姆和费歇两大投资体系于一身，而且通过自己的实践，形成了自己独特且较完整的投资体系。

## 初次投资

一九五六年，格兰姆——纽曼公司宣布解散。当时，六十一岁的格兰姆决定退休。沃伦·巴菲特也就辞别老师，返回自己的家乡奥玛哈。

沃伦·巴菲特当时已经能够独自进入投资行业，比如保险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



业的各个方面，他都可以运作自如。为了大展宏图，拥有真正属于自己的公司，他便在亲朋好友的财力支持下，开始他的有限合伙投资事业。这时，他才二十五岁。

合伙公司开始时，由七个有限责任合伙人，一起出资十万五千美元。主要合伙人巴菲特从一百美元开始投资。那些有限合伙人，每年回收他们投资的6%，和超过固定利润以上的总利润的75%。巴菲特的酬劳则是另外的25%，以后的十三年，巴菲特的资金以每年29.5%的复利往上增长。尽管道琼斯工业指数在十三年中，有五年是下跌的，但是巴菲特的合伙公司却依然持续增长。

沃伦·巴菲特向他的合伙人保证，“我们的投资将以实质价值而不是热门股做为投资的选择基础，将会尝试减低长期的资本损失。”

在合伙期间内，沃伦·巴菲特不仅只买下较冷门的股票，也尽量保持对许多公营业及私人企业的兴趣。一九六一年，他买下了丹普斯特米尔制造公司，这是一家生产农业设备的公司。一九六二年他开始购买柏克夏·哈斯威(Berkshire Hathaway)纺织公司的股票，当时，柏克夏·哈斯威正艰难地支撑其营运。在这种情况下，一般投资者决不会把资金压在这样的企业上，而沃伦·巴菲特却看准了柏克夏·哈斯威的长期效益及潜力，才大胆地购买该企业的股票。

随着知名度的增加，有越来越多的人要求沃伦·巴菲特代他们管理财务。而随着投资人的陆续加入，越来越多的合伙关系也跟着建立起来。到一九六二年，巴菲特决定重组合伙关系，成为一个合伙体。这一年，他把他的合伙体营业处，从家乡搬迁到奥玛哈的威特广场，至今他的营业处仍在那里。到一九六五年之前，沃伦·巴菲特的合伙体的资产已达到两千六百万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



元。

一九六九年，巴菲特决定结束合伙投资。因为他发现市场里充斥着投机风气，而真正有价值的投资却相对难寻。六十年代后期，市场被一些高价位的成长型股票所主宰。“俏皮的五十”(nifty fifty)（指的是本益比）常挂在每个投资人的口中。像雅芳（Avon)、IBM、宝丽来（Polaroid）和全录（Xerex）等公司的股票交易，其本益比高达五十到一百倍。巴菲特写信给他的合伙人，坦然承认他已经跟不上目前市场环境的变化。“然而，在某一点上，我是清醒的。”他表示，“我不放弃我所熟悉的投资策略，虽然这方法目前很难在股市中赚到大钱，但是我不会去采用我不了解的投资方法，这些方法不经验证过，反而有可能产生巨大亏损的风险。”

在合伙之初，沃伦·巴菲特曾经立下目标希望每年的获利平均超过道琼斯工业指数报酬率十个百分点。在一九五七年和一九六九年之间他的确做到了，不只是十个百分点，而是二十二个百分点。

当合伙体解散的时候，投资人各自收到他们投资比例的利润。一些合伙成员，包括巴菲特，将其股份投资在柏克夏·哈斯威。巴菲特的合伙持股已经成长到两千五百万美元，这使他足以控制柏克夏·哈斯威。而在未来的二十年里，沃伦·巴菲特和柏克夏的财富都持续猛增，这是始未所料的。

## 首次收购

一九五五年，柏克夏棉花制造公司和哈斯威制造公司合并后，公司改名为柏克夏·哈斯威。由于合并后，景气不好，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



很短的几年里，公司营运损失超过一千万美元。在这种情况下，巴菲特决然于一九六五年购买下柏克夏·哈斯威，并在以后的二十年，努力想重振新英格兰的纺织业，结果却令人失望。股东权益报酬率，勉强达到两位数。

在七十年代末期，柏克夏·哈斯威的股东们，开始怀疑继续投资纺织品是否是明智的选择。巴菲特不隐瞒经营上的困难，但在许多场合里，他解释他的想法："这种纺织工厂是地方上最大的雇主；劳动力则来自于年龄比较老的团体，他们的工作专业技术较难转移；管理阶层显示出高度的工作热诚；工会也一直很讲理；最后，巴菲特相信纺织企业仍有一些利润可图。然而他清楚地表示，希望那些纺织部门，在适当的资本支出上赚取利润。他说："我不会因为只是为了要让我们公司的获利率增加一丁点，而去关掉一个利润低于正常的事业。"他表示自己也觉得即使是一家有超额利润的公司，也不该资助一项在未来将有重大亏损的投资活动。

当柏克夏·哈斯威到了八十年代，巴菲特领悟到一些事情。首先，纺织品的特性使得企业获得高利润是不可能的。纺织品属日用品类，就定义而言，日用品是很难和竞争者的产品有太大差异。来自外国的竞争厂商，雇用工资较低的劳工，把利益都榨干了。其次，为了维持竞争力，纺织工厂渴求大量资金投入，以改良生产设备，碰上通货膨胀，这种举措相当惊人。如果企业回收的利润不足，将造成企业的灾难。

沃伦·巴菲特面临抉择的困境。如果他为了保持竞争，而在纺织部门作重大的资金投资，那么柏克夏·哈斯威在一个不断扩张资本的基础下，所剩的将是极小的利润。如果停止投资，柏克夏的纺织工厂在竞争力上，将落后其他国内纺织制造商。不论柏克夏是否再投资，国外的竞争者都会因雇用比较低廉的劳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



动力而维持其优势。到了八十年代，年报显示出纺织部门未来的恶运。该年度纺织事业失去了它在董事长致辞中所享有的声望和主导地位。隔年的致辞中，甚至未作任何相关讨论。最后不可避免地，在一九八五年七月，巴菲特结束了纺织事业的投资，也结束了一个百年企业。

尽管在纺织投资上，巴菲特遭到了挫败，但这并不代表他个人彻底的失败。首先，巴菲特在公司转型上学习到宝贵的一课：结论是它们很少成功；其次，纺织投资在较早的几年里，确实创造了足够的资金，可以让柏克夏买下一家保险公司，这是柏克夏另一项辉煌业绩。

## 竞争优势圈

一九六七年三月，以总价八百六十万美元，购买了总部设在奥玛哈的两家绩优保险公司的股权，它们是国家偿金公司(National Indemnity Company)和全国火水保险公司(National Fire & Marine Insurance Company)，这是柏克夏·哈斯威传奇成功的开始。而要想明白这种传奇般的成功，就要了解拥有一家保险公司的真正价值何在。其实，沃伦·巴菲特就是依靠这些保险公司打下了辉煌的江山。

保险公司有时候是好的投资标的，有时却不然。但是，他们一定是一流的投资工具。保险客户支付保费，提供了经常性的流动现金，保险公司就把现金加以投资，直到保户申请理赔为止。因为不确定何时会发生理赔，保险公司倾向投资表现能力高的有价证券，主要是股票和债券，这样，沃伦·巴菲特不只取得了稳健经营的保险公司，也获得其后来投资所需的丰厚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



资金来源。

一九六七年，国家偿金公司和全国火水保险公司拥有价值二千四百七十万美元的债券，和七百二十万美元的股票投资组合。在两年之内，沃伦·巴菲特使它们的股票和债券总值达到四千二百万美元。对巴菲特而言，是一次典型的成功运作。另外，他还成功地管理好有关纺织公司的证券投资组合。

一九六五年，沃伦·巴菲特经营柏克夏的时候，公司持有价值二百九十万美元的上市证券。第一年结束时，巴菲特使证券价值增加到五百四十万美元。一九六七年，投资上的收益是整个纺织事业的三倍，为普通股投资组合的十倍。

当沃伦·巴菲特退出纺织业，从事保险业时，有人认为他不过是从一家普通商品公司转换到另一家普通商品公司，岂不知保险业正是巴菲特的强项。当时，保险公司和纺织业一样，都在卖一些无法制造差异的产品。保单都已标准化，任何人都能再复制一份。保险公司不会因为商标、专利、地点的优势，或原料而有所不同，要领到经营执照是很容易的，而且保险费率也是公开的，一般情况而言，唯一可区别保险公司差异的属性是其人力资源的优劣。每个经理人投入的努力，都对公司的绩效有很大的影响。

在六十年代末期，保险是个利润颇佳的行业，在一九六七年结束时，国家偿金公司在收到的一千六百八十万美元担保费中，就净赚了一百六十万美元。到了一九六八年，净利上升到二百二十万美元，保费则增加到二千万美元。

沃伦·巴菲特早期在保险业上的成功，使他更积极地发展这个领域。在七十年代，他买下了三家保险公司，并购并了其他五家保险公司。尽管保险业持续获利，而到了七十年代后期，沃伦·巴菲特开始有了一些顾忌。某些他无法立刻控制的因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



开始影响保险成本。虽然消费者物价指数每年以3%成长，但医药费和汽车修理费却快速成长三倍。另外，经法院判决必须赔偿给原告的损害赔偿费用，也以惊人的速度增加。巴菲特估计总成本每个月约增长百分之一，除非保险费率相对上涨，不然收益就会缩减。

然而，事实上，费率不涨反跌。在商品市场上，低价策略是为了增加市场占有率。巴菲特知道问题出在一些公司宁愿赔本经营，也不愿冒失去市场占有率的风险。显然它们是在打赌保险费率将会回升，如此一来，公司便能获取利润，并抵销掉起初的亏损。然而，沃伦·巴菲特的常识却阻止他发展柏克夏的保险事业到无利可图的交易。他相信，大多数保险人将会继续接受无利可图的保单，直到极大的灾难出现为止。

由于不愿在价格上竞争，巴菲特找到其它的两个方法来凸显柏克夏保险公司。首无，是由它的财务力量。今天，在产物保险业界中，柏克夏的投资组合净值仅次于州农公司（State Farm），排名第二。除此之外，柏克夏的投资组合对保费收入的比率，是这行业平均值的三倍。

其次的方法是巴菲特不在意柏克夏的投资承保保额的大小。依照他的作风，在任何年度，他愿意承保保额为去年五倍，或只有五分之一的保单。他希望公司一直能承保大量的保单，但价格必须合理。如果价格非常低廉，只要有小额交易他就非常满足了。这种承保哲学是被国家偿金公司的创立者杰克·林华特逐步灌输在该公司的企业文化中。从那时候开始，巴菲特表示，柏克夏从不会放弃这种承保原则。

柏克夏保险成交量的迅速增加，不只是因为其本身的原因，巴菲特解释说，“也因为那些不稳定的其他保险公司。”当竞争对手以低于预期成本的价格承保时，顾客便离开柏克夏。但是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



当保险公司因为近期的亏损而退缩，纷纷从市场上消失的时候，巴菲特强调，柏克夏依旧坚持做一个稳定的保险供应商，但只做价格合理的生意。他的这种方法被人们称为保险业的安定剂。

巴菲特说："当市场供应量不足的时候，我们加入大的供应量，而当市场供应充裕的时候，我们便较为不具竞争力。当然，我们不是因为要做稳定剂而遵循这个政策，我们遵守这个政策，是因为我们相信它是最合理，最有利的企业经营方法。"

进入九十年代，激烈的价格竞争，持续不断的保险亏损，以及不佳的投资报酬，使保险业出现空前的不景气。沃伦·巴菲特在不断的演讲里表示，财务结构的健全和负责的财政，将使柏克夏·哈斯威与众不同。柏克夏优良的财务实力，已使它的保险营运方式不同于其他同行业。也就是说，巴菲特使得柏克夏保险公司的财务结构很健全，使它在市场上形成自己独占的力量，否则，它也只能是另一种商业而已。

虽然柏克夏保险公司在过去十年内经历了许多风雨之苦，巴菲特也因错误的保险决策，吃到很大苦头。但是值得肯定的是，他的投资专业知识，以及运用一般常识于商业决策的作风，已使得柏克夏·哈斯威的经济盈利稳步增长。

## 把握时机

柏克夏·哈斯威股份有限公司，以控股公司而闻名于世。除保险公司外，柏克夏还拥有报纸、糖果、家具、珠宝、百科全书出版社、真空吸尘器以及制造和销售服务的公司。

有关沃伦·巴菲特如何取得这些不同的企业，这中间的环节是相当有趣的。也许，这些故事能使人们了解到，巴菲特是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



如何评价一家公司的。也许人们会有些吃惊，因为巴菲特评估可能被购买的公司的标准，竟然与评估柏克夏·哈斯威股票投资组合的标准相同。关于巴菲特的投资策略，还有另外一个影响因素。当然拥有这些公司也提供了巴菲特实际的经营经验，这对他后来收购股票是极有用的参考资讯。

在收购柏克夏·哈斯威不久，沃伦·巴菲特便着手计划购买一家名为多角化零售（Dirersified Retailing）的控股公司的股票。这家公司拥有巴尔的摩一家百货店，赫瓦柴德—肯恩公司并拥有联合零售连锁店。沃伦·巴菲特以低于帐面价值的价格买下这家公司，另外，公司的管理人员，像巴菲特所言，是一流的。

但是很不幸的，正如纺织工厂，低廉的购并价格和顶尖的管理人才，并没有使巴菲特从这陷入困境的企业中解脱出来。在与多角化零售公司合并三年后，巴菲特卖掉了赫瓦柴德—肯恩公司。并在一九八七年，卖掉联合零售连锁店。两家都是因为经济衰退而出售。但是就像当初纺织工厂给巴菲特机会，使他能筹资加入保险业一样，买下多角化零售公司，也使柏克夏有机会经营管理三种新的事业。

除百货店以外，多角化零售公司还拥有一家名叫蓝筹印花（Blue Chip Stamps）的公司。它提供了超级市场和加油站换取商品的赠券送给顾客。印花被收集在本子里，用来兑换商品。为了买所需赠品，那些超级市场和加油站设立一笔款项，或一些流动资金。这些流动资金由蓝筹印花公司负责管理。在六十年代后期，蓝筹印花公司未兑现的印花，代表超过六千万美元的流动资金。这些流动资金使巴菲特可以购买其他企业，包括糖果公司、报纸和储贷业。

柏克夏·哈斯威在六十年代末期开始购买蓝筹印花公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



股权。巴菲特自己也买了蓝筹印花公司的股票。在多角化零售公司和柏克夏·哈斯威合并之后，柏克夏·哈斯威变成了蓝筹印花公司的大股东。并于一九八三年，通过两家公司的合并，柏克夏·哈斯威取得了蓝筹印花公司的全部股权。

一九七二年，蓝筹印花公司买下了喜诗糖果店（See's Candy Shops），这是美国西岸一家盒装巧克力的制造商和零售店。对方开价四千万美元。喜诗糖果公司拥有一千万美元现金，所以实价是三千万美元。最后巴菲特开价两千五百万美元，卖主同意接受。

查克·赫金斯（Chuck Huggins）负责喜诗糖果店的长期业绩，自从被蓝筹印花公司买下后，喜诗便一直由赫金斯经营。现在，赫金斯经营二百二十五家糖果店，并且每年要监督二千二百万磅糖果的生产和行销。一九九三年，喜诗有二亿零一百万美元的销售额，而且回馈给柏克夏二千四百三十万美元的营业净利。由于巧克力的销路在美国一向萧条，便知道这是极佳的成果。喜诗的成功基于两个重要因素，产品品质和顾客服务。

一九八二年，有人向巴菲特出价一亿二千五百万美元，想买下喜诗糖果店，这是一九七二年买进价格的五倍，巴菲特决定不卖，这是明智的决定。过去十一年来，喜诗已回馈给柏克夏二亿一千二百万的税后盈余。同一时期，喜诗总共提拔了四千四百万美元的资本支出，扣掉折旧和推销费用约等于三千九百万美元。

像喜诗一样，《水牛城新闻报》（Buffalo News）也经由购并蓝筹印花公司，成为柏克夏·哈斯威的媒体业之一。在一九七七年，蓝筹印花公司以三千三百万美元，自小爱德华·芭特太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



太（Edward H. Butler，Jr）手中买下这家报纸。

还是孩提时，巴菲特和童年的朋友曾一起出版过一份赛马消息小报《马童快讯》，当时，他只能梦想拥有一家大都市的报社。这与他是报纸编辑的后裔有关。他的姑妈艾丽丝是任职公有学校三十年的教师，他的祖父曾是一家报社的编辑人员。现在，巴菲特可以吹嘘《水牛城新闻报》的成功，一如骄傲的父亲吹嘘自己的儿子一样，他是有绝对的理由感到骄傲的。

渗透率和新闻占版面的比率，是评定一家报纸成功与否的两个重要准则。渗透率，换言之是当地住家每天购买此报的百分比。《水牛城新闻报》在大都市报纸的市场渗透率上排名第一。新闻占版面的比率，即报纸投到新闻而非广告的部分，在一九九〇年达到 52. 3%，这使得《水牛城新闻报》成为全国最富有新闻的报纸。

新闻占版面的比率和利润之间的关系是相当密切的。新闻占版面比率高的报纸将会吸引比较广泛的各类读者，因此增加了市场的渗透率，而高的渗透率又使报纸成为企业宝贵的广告工具。此外，借着高渗透率新闻报得以持续降低成本，而能发行一半页数是新闻的报纸。

《水牛城新闻报》的成功，主要是来自总编辑默里·莱特（Marray Light）和发行人史丹·利普西（Stan Lipsey）的努力，二人自蓝筹印花公司买下新闻报，及后来被柏克夏·哈斯威购并后，一直跟随着《水牛城新闻报》一起成长。

由于史丹·利普西和默里·莱特的共同努力，《水牛城新闻报》成为美国报业的佼佼者，他们的成就也受到人们的瞩目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



# 新领域探宝

自一九八二年起，沃伦·巴菲特开始在柏克夏的年报上刊登广告，收购准备出售的企业，尤其是他致力于寻找税后盈余能力一直维持在千万美元以上的公司。另外，他也在寻找不需举债太多，便能够有较好股东权益报酬率的公司。这企业必须是简单且可了解的，如果它牵涉到高科技，他承认将无法了解这家公司。最后，巴菲特希望公司本身就足以提供经营管理的能力，他并不想要供应管理技术。

一九九〇年，在柏克夏的年报中，沃伦·巴菲特特别针对那些想卖掉家族企业的人，撰写一则董事长致辞。有趣的是这篇致辞透露出一些巴菲特的想法。

巴菲特在致辞中指出，柏克夏没有收购部门，或受企业管理硕士训练的经理人。他购并公司，但不提供管理。巴菲特收购的企业在经营上有非常高的自由度，且通常由收购前的同一批家族经营者继续经营。事实上，沃伦·巴菲特通常会要求成功管理企业的经理人，继续留在公司服务。因为税务上的理由，柏克夏购买公司大部分的股权，这样才能合并盈余。以前的公司所有者仍保有少数的股权。巴菲特唯一控制的部分是资金的分配，和高层管理人员的报酬。在这两个范围之外，经理人可以对他们认为适当的一切公司大小事，自己做决定。正如巴菲特所言，有些经理人会和他讨论企业环境，有些则不会。

在购买以后，巴菲特都会写信给卖主：你不会比以前更富有，未来，你将只拥有不同类型的财富。你将会以企业的一部分来换一大笔现金。这些现金最后仍将投入股票市场和债券市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



场，比起原来的企业，这是你较不熟悉的领域。

由于家族企业中握有股份的家族成员，在资产管理上时常发生冲突。所以柏克夏所提供的企业关系模式是相当理想的。那些原家族企业所有者能够重新分配家族成员的财富，并同时保有他们长期珍惜的部分企业股权。而巴菲特则得到了一个优秀的公司，并分配到一定比例的公司盈余，以及一组证明其经营纪录卓越的管理阶层。

从柏克夏年报的公告中，可以看到一大批已经被收购的公司名单。在一九九三年，非保险事业的总销售额达到二十亿美元，柏克夏的税后盈余净值达一亿七千六百万美元，占柏克夏全年全部营业收益的 37%。

内布拉斯加州家俱商场（Nebraska Furniture Mart，NFM），在奥玛哈仅有一家门面，是全国最大的家用家俱店。一九八三年，柏克夏·哈斯威购买了 NFM 百分之九十的股权，剩余的百分之十，则由那些继续经营企业的家族成员保有。路易·布朗金仍为总经理，而他的三个儿子龙、俄夫和史蒂夫继续为公司工作。家族的女家长及董事长罗斯·布朗金，路易的母亲，布朗金太太，在一九三七年以五百美元创立 NFM，巴菲特买下 NFM 时，布朗金太太已九十高龄而仍然一个星期工作七天。

从 NFM 开业的第一天起，布朗金太太的行销策略就一直是“价格低廉，诚实公道。”正当巴菲特购买 NFM 的时候，它在一个二十万平方尺的商店里，每年的销售额高达一亿美元。在收购十年后，每年的销售额成长到二亿九百万美元，属于柏克夏的税后净利则成长到七千八百万美元。

有趣的是，NFM 的销售额成长比奥玛哈的人口成长更快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



当NFM每年的销售额达四千四百万的时候，巴菲特表示，好像公司已经满足了奥玛哈全部家俱的需求。所以NFM如何继续成长？答案是逐渐增加它的销售区域。

几年前，一份“得梅因市消费者报告”指示，NFM是门市不在该市的二十家家俱零售商中，最受消费者欢迎的第三名。它远在一百三十里外的奥玛哈。

布朗金经营家俱生意的方法，与弗莱德曼从事珠宝生意的方法一样，价格低廉，诚实公道。正如NFM，波珊宝珠店也有一个很大的市场。因此，波珊的费用支出比率，远低于大多数的竞争者。波珊创造了高销售量和强劲的购买力。着眼于费用支出和光临店面的顾客流量，使波珊珠宝店销售旺季每天有四千名以上的顾客光临，弗莱德曼确有自己的成功的秘诀。

与NFM一样，波珊也设法使它的市场延伸到奥玛哈以外的地方。一些顾客旅行数百里，就为了到波珊来采购。公司也有一强势的邮购企业，这使得营业成本降低——占销售额的百分之十八，其他竞争者则是百分之四十。

执美国低价零售业牛耳的华马特（Wal—Mart），其营业成本则低至百分之十五。能用在尿布上的，巴菲特说，也能用在钻石上。凭借这种低成本，波珊能够在低廉的价格上销售产品，并且发展全国任何其他的珠宝店。

一九八六年，鲍勃·海德曼（Bob Heldman），费奇海默兄弟公司（Fechheimer Brothers）的董事长，同时也是柏克夏·哈斯威的一个长期股东，写信给巴菲特，他表示曾经看过柏克夏的广告，而且认为弗奇海默公司合乎巴菲特的条件。巴菲特和海德曼在奥玛哈会面，这年夏日，巴菲特便特别增加了新的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



业。

费奇海默公司专门制造和分销制服。公司历史可一直追溯到一八四一年，而海德曼家族自一九四一年以后便加入公司。一如布朗金和和弗莱德曼，海德曼也是跨世纪的商业家族。鲍勃兄弟、乔治·海德曼、以及他们的儿子卡瑞、罗杰和佛烈德都位居企业管理阶层。海德曼家族希望继续经营企业，但是，重新分配企业的财富更重要。从柏克夏得到一些现金，并仍然保有公司部分所有权，是最好的选择。

时至今日，巴菲特从未拜访过这位在辛辛那堤的费奇海默公司总部，也不曾到过它的任何一个工厂。这家公司的经济实力非常稳固，而海德曼则教育公司管理阶层的下一代，作为新的接班人。

一九八六年巴菲特支付四千六百万美元，买下公司百分之八十四的股权。在紧接下来的六年间，营收从七千五百万美元成长到一亿二千二百万美元，而资本支出每年平均少于二百万美元。在此期间，费奇海默已回馈给柏克夏四千九百万美元的税后净利，平均赚进最初股东权益的百分之十四。

司各特－费泽公司（Scott & Fetzer Company）拥有几项领导性的产品，包括柯尔比吸尘器、世界百科全书（包括儿童手工艺作品和早期的学习教育）、韦恩火炉、机油箱、用品、坎贝尔空气压缩机、气动工具和油漆工具等。公司总部设在俄亥俄州西湖城（Westlake Ohio），而由洛夫·史奇（Rolph Schty）经营。

当柏克夏买下司各特－费泽公司的时候，公司经营十七种业务，每年销售额达七亿美元。

一九八六年，巴菲特支付三亿一千五百万现金给司各特－

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



费泽：使其成为柏克夏收购行动中最大的企业之一。自此以后，这个购并已远超过他自己乐观的期望。现在，司各特－费泽的三个部门，约占柏克夏非保险营业盈余的百分之三十五。

一九九二年，司各特－费泽赚进一亿一千万美元的税前盈余。难以置信的是，巴菲特说，公司达成这些盈余，只用了一亿一千六百万美元的股本和极少的借款。司各特－费泽的股东权益报酬率很容易便能名列《财星》杂志五百大企业的前一百名内。过去七年来，公司一直在减少固定资产和存货的投资。史考斯费泽已回馈给柏克夏·哈斯威百分之百的盈余，同时，也不断递增自己的盈余。柏克夏·哈斯威从史考斯费泽的收购中，获得很大利益，其中主要原因，巴菲特说是洛夫的经营有方。

一九九一年七月，柏克夏用现金购买H·H布朗制鞋公司，一家专门制造，进口和销售鞋业公司，一九九二年，这家公司的税前利润是二千五百万美元。

沃伦·巴菲特表示，鞋业仍是一种经营不易的行业，要想成功，制鞋公司需要杰出的管理人才。而幸运的是，柏克夏·哈斯威在H·H布朗的购进成本中，包括了法兰克·隆尼，他获得了成功。

一九二九年，一名叫雷·海佛曼的企业家用一万美元买下H·H布朗。不久之后，法兰克·隆尼娶了他的女儿。在结婚那天，他的岳父告诉他，应该放弃任何想在H·H布朗工作的念头。法兰克·隆尼为此转为梅尔维尔制鞋公司效力，后来成为这家公司的总经理。雷·海佛曼九十岁时，患病，终于要求法兰克·隆尼回来经营H·H布朗公司。海佛曼死后，他的家族决定卖掉制鞋事业，巴菲特便随手买了下来，使之成为柏克夏·哈斯威的一员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



尽管鞋业一直是个不好经营的行业，但是为了三个原因，沃伦·巴菲特仍然决定购买H·H布朗公司。一，该公司有相当好的获利能力。二，法兰克·隆尼同意继续管理这家企业。三，H·H·布朗公司有一个不寻常的薪资制度。每一年，H·H·布朗公司支付经理人基本薪资七千八百美元，加上公司资金转投资之后盈余的固定比率当作红利。巴菲特表示，不论利润、亏损和资本转投资收益如何，经理人都拿固定薪资。在H·H·布朗公司，那些经理人，真的与股东们穿同一双鞋。

用现金购买公司，是沃伦·巴菲特的偏好。当然，他偶尔也会发行柏克夏·哈斯威的股票，以交换公司所有权，但是条件是，只有当柏克夏得到的实质价值和所放弃的一样多的时候。一九九三年秋天，柏克夏同意以四亿二千万美元的柏克夏·哈斯威股票，买下德克斯特制鞋公司（Dexter Shoe Company），以扩大在制鞋领域的投资。

德克斯特制鞋公司，其总部设在缅因州（Maine），是全国最大的独资鞋类制造商。因为有了H·H·布朗的成功，使巴菲特比较熟悉了制鞋业。巴菲特表示，德克斯特制鞋公司是柏克夏欣赏的类型。公司有长期获利的记录。它的产品代表一种独有的商品特许权。德克斯特的新英格兰鞋，包括了它众所周知的平底靴和船型鞋。最后，巴菲特分享德克斯特专注在长久目标的经营哲学。巴菲特会以现金或股票购买德克斯特。想要柏克夏·哈斯威股票者，也就是德克斯特的股东。而且巴菲特相信，德克斯特公司的潜力很大，必将给柏克夏·哈斯威丰厚的回馈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



# 长效稳固

沃伦·巴菲特的投资经验提醒人们，只要专注于持有少数几种股票，就可以大大降低投资风险。看一下柏克夏的大宗投资，便不难发现，超过75%的柏克夏普通股持股，仅由五种不同的有价证券组合而成。

沃伦·巴菲特忠告人们，当大企业有暂时性的麻烦或股市下跌，并创造出有利机会，就应该毫不犹豫地买下这些大企业的股票。在柏克夏·哈斯威的大宗投资有华盛顿邮报公司、CE-ICO企业、首都/美国广播公司，可口可乐公司。这几家大型企业，都是拥有很强的经济潜力。沃伦·巴菲特把它们比做柏克夏·哈斯威坚实的保障。而且他一旦投入了资金，就不想放弃，他认为针对这类企业，应持有永久性的普通股，这是一种决定公司命运的重要决择。

华盛顿邮报公司是一家综合性媒体，包括报纸、电视广播、有线电视系统和杂志。

沃伦·巴菲特看好该家公司，也许与他的偏好有关系。巴菲特的祖父曾经拥有并且编辑《克明郡民主党报》，是一份内布拉斯加州西点市（West Point）的周报，他的祖母在报社帮忙并做排字工作，他的父亲在内布拉斯加州念大学时曾在《内布拉斯加州人民日报》兼职。巴菲特本人也曾是《林肯日报》的业务主任。

沃伦·巴菲特买下的第一份报纸是《奥玛哈太阳报》(Omaha Sun)，并从中学到一些报纸经营动态。在开始投资华盛顿邮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



报之前，他已经经营报纸有四年的经验了。

当然，巴菲特看好华盛顿邮报公司，并不单凭主观感性来决断，而是用很理性的目光审视后，具体地了解并掌握了公司的历史，经营情况及长期前景的潜力大小，最后才决择的。

果然如巴菲特所预想的那样，从一九七三年，巴菲特向该公司投资一千万美元，到一九七七年他的投资又增加到了三倍，到一九九三年已投入四亿四千万美元。而华盛顿邮报公司向柏克夏的回馈已远远超出其投资数额，使柏克夏收益甚丰。

CEICO 企业是一个保险组织，这家公司是巴菲特又一大宗投资公司。

沃伦·巴菲特在保险业是相当熟悉的，因此他极了解保险业的经营运作。当巴菲特看到 CEICO 公司即将破产之际，他决然投资，以平均每股三百一十八美元的价格买进一百二十九万四千三百零八股。当时是一九七六年。到了一九八〇年之前，柏克夏又对 CEICO 公司增加四千七百万美元的投资，一九八〇年更猛增到一亿零五百万美元，截止目前，柏克夏向 CEICO 公司增加股金为十七亿美元，CEICO 公司也就成了柏克夏的第二大投股公司。多年来柏克夏在该公司中的地位稳步上升，如今拥有其股份为百分之四十八。

首都/美国广播公司是一家媒体通讯公司，它的资本额为十一亿美元，拥有和经营电视、广播网、广播电台，同时也为有线电视节目公司制作节目录相带，另外还发行报纸及各种报刊图书。

巴菲特比较了解这家公司的经营历史和并看好其远景，便放出十亿美元购买该公司的股票，到一九九三年又增至到十二亿美元，他相信首都/美国广播公司的长期效应和对柏克夏丰盈的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



一九八八年,巴菲特向可口可乐公司投资一千四百万美元,购买该公司的股票,在一九九三年,增加到四十一亿美元。而柏克夏仅到了一九八九年年底就从可口可乐的收益中获得七亿多美元的盈利。

柏克夏·哈斯威仅此四项持股就占了整个投资组合的百分之七十六,而这些公司为巴菲特的成功提供了很重要的条件。也就是说巴菲特真正成功的投资典型就是这些长效企业了。它们能使柏克夏·哈斯威稳中求胜,不断创收。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第四章　巴菲特定律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

"因为我把自己当成是企业经营者，所以我成为更优秀的投资者。因为我把自己当成是投资者，所以我成为更优秀的企业经营者"。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



按照沃伦·巴菲特所言,全面收购一个企业与购买该企业的股票,基本上没有差别。他较注重于直接拥有整个企业,这样的话,他就能够直接参与如资本分配等重要的决策。如果这种方式难行通,他则选择以购买该公司普通股的方式来占有公司股份。他认为这样做的缺点是无法控制该企业,但是却可以由下面两个明显优点获得补偿。其一,在股票市场上选择未受控制企业的空间比较大。其二,股票市场提供较多的机会,可寻找出廉价的交易,无论是收购整个企业,还是只是持有该企业的部分股票,巴菲特都遵守同样的权益投资策略,即他寻求自己所了解的而且利于长期投资的公司。同时,该公司的管理阶层必须诚实且具有充分的才能,而最为重要的是价格要吸引人。

沃伦·巴菲特认为,人们在投资的时候,要把自己看成是企业分析家,而不应该是市场分析师或总体经济分析师,更不是有价证券分析师。这意思是说巴菲特在评估一项潜在交易或是买进股票的时候,他会首先以企业主的观点出发,衡量该公司经营体系所有质与量的层面,财务状况以及收购价格。

而沃伦·巴菲特所履行的具体投资,都遵循自己的定律。归纳起来有以下四类:

一、企业定律:企业本身的三个基本特性。

二、经营定律:高级主管必须展现出来的三个重要特质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



三、财务定律:公司必须依循的四项重要财务政策。

四、市场定律:互相关联的两个成本指导方针。

当然,沃伦·巴菲特的所有收购行为并非都符合这些定律。但是总体而言,这些定律构成了他的权益投资策略的核心。事实上,沃伦·巴菲特也将这十二个定律当成自己管理柏克夏·哈斯威公司的准则。他在自己购买的企业中寻找这些特点,同时也期望每天走过自己办公室门口时,能看到同样的特点。

## 企 业 定 律

对沃伦·巴菲特而言,股票是一种抽象的概念。他不以市场理论,总体经济概念或各产业领域的趋势等等方式去思考问题,而是相反,他的投资行为只和该企业实际的经济状况有关。他坚信如果人们的投资行为只是基于一些表面的观点,而完全不了解企业的基本情况,那么他们很容易在出现一点小状况的时候,就显得慌乱无主。可想而知,这样十有八九结果就是赔钱。当然沃伦·巴菲特决不会那么做。他把注意力集中在尽可能地收集他有意收购的企业的相关资料上,主要分成如下几个方面。

一、该企业是否简单且易于了解?

二、该企业过去的经营状况是否稳定?

三、该企业长期发展的远景是否被看好?

首先,该企业是否简单且易于了解?以沃伦·巴菲特的观点,投资者财务上的成功和他对自己所做的投资的了解程度成正比。只有真正全面了解一个企业,才会做到有的放矢。而这样的了解,正可以用来区别以企业走向作为选股依据的投资者,和那些抱着投机心态,整天抢进抢出,却是占了绝大多数的投资者们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



几十年的经营，使沃伦·巴菲特一直拥有许多企业，如加油站、农场开垦公司、纺织厂、连锁性的大型零售商、银行、保险公司、报社、石油，以及有线和无线电视公司。巴菲特或者拥有企业决策权，或者只是拥有该公司的部分股票。可是，不管是哪一种情况，他都明确地掌握企业的运作情况。他了解所有柏克夏持股公司的年收入、开销、现金流量、劳资关系、定价弹性和资本分配等情形。

由于沃伦·巴菲特只在他了解的范围内选择企业，这样对柏克夏所投资的企业就一直有高度的了解。他建议投资者仅在自己竞争优势圈内选股。而这个竞争优势圈并不需要多大，而是在于投资者如何定义形成优势圈的参数。

虽然沃伦·巴菲特的经营方式被有些人指责为划地自限，使得自己没有机会接触如科技工业等具有极高投资潜力的产业。但是，根据沃伦·巴菲特的观察，投资的成功与否并非取决于你了解的有多少，而是在于你能否老老实实地承认自己所不知道的东西。投资人并不需要做对很多事情，重要的是要能不犯重大的过错。在沃伦·巴菲特的经验中，以一些平凡的方法就能够得到平均以上的投资成果，而主要是投资者如何把一些平凡的事，做得极不平凡。

其次，稳定的经营史决定着一个企业的发展前景。沃伦·巴菲特从不对复杂的企业报有兴趣。对于那些正因面临难题而苦恼，或者因为先前的计划失败，而打算彻底改变营运方向的企业，他也是敬而远之。根据沃伦·巴菲特的经验，报酬率高的公司，通常是那些长期以来都持续提供同样商品和服务的企业。彻底改变公司的本质，会增加犯下重大错误的可能。

沃伦·巴菲特认为，重大的变革和高额报酬率是难以交汇的。可是，大多数投资者都背道而驰。当许多投资人拼命抢购那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



些正在进行组织变革的公司时,沃伦·巴菲特却有自己独奇的观点,他说基于某种不可理解的原因,投资人往往被一些企业将来可能带来的好处的假象所迷惑,而忽略了眼前的企业现实。因此,把精力花在以合理的价位购买绩优的企业,远比以较低的价格购买经营困难的公司更为合算。沃伦·巴菲特解释说:"查理·门杰和我还没有学习到如何处理难以应付的企业问题。我们学会的只是去避开它们。我们之所以能够成功,并不是因为我们有能力清除所有的障碍,而是在于我们专注地寻找可以跨越的障碍。"也就是说,沃伦·巴菲特所要投资的企业必须有稳定的经营史。

有了稳定的经营史,企业的长期前景还要看好。按沃伦·巴菲特的说法,经济市场是由一小群特许权的团体和一个较大的商品企业团体所组成。后者,其中的大多数是不值得投资的。他将小部分拥有特许权的团体,定义为是提供商品和服务的企业,而这些商品服务是(一)有消费需求的。(二)无近似代替性产品。(三)不要法律规范。因为具有这些特点,能使有特许权的经销者可以持续提高其产品和服务的价格,而不用害怕会失去市场占有率或销售量。

而一般情形是,有特许权的经销者甚至在供过于求,以及潜能未完全利用的情况下,也能提高商品的价格。像这样的价格变动能力是这类经销者重要的特征之一。这使得他们获得较高的资本投资报酬率。另一个重要特征是,有特许权的经销者拥有大量的经济商誉,这使得他们有较高的耐力去承受通货膨胀所带来的影响。仅观商品企业,所提供的产品多半是大同小异的。竞争者彼此之间没有太大的差别。几年以前,基本物质包括石油、瓦斯、化学药品、小麦、铜、木材等,而现在,电脑、汽车、航空公司、银行业和保险业都已经变成日常必备的产品。尽管有庞大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



广告预算，要有效地区别产品的差异仍是极其困难的。

可是，一般情况下，商品企业的报酬率都不高，而且最有可能是获利不易的企业。既然产品上基本没有什么不同，那么他们只能在价格上互相较量。拼命地把产品的价格压低，仅比成本高不了多少。除此之外，还在商品供应紧缩的时候能够赚钱。在分析过公司经济面的特性之后，接着沃伦·巴菲特判断公司在竞争上的优势和弱势。他说，他所喜欢的企业，一定具有他所能了解、并且认定它能够持续长久的经济优势。

很多拥有特许权的经销者，也都拥有经济上的优势。最主要的优势是，它们拥有随时抬高价格，以及在投资资本上赚取高额利润的能力，其次是他们能够在经济不景气的时候生存。沃伦·巴菲特认为最好的情况莫过于犯了错误还能够获得高额报酬。他说："特许权经销者能够容忍经营不善的失误，不当的管理会减少特许权经销者的获利能力，但不致于造成致命的伤害。"

而特许权经销者最大的弱势则是，他们的价值不会永久不变。他们的成功难免会吸引其他业者进入市场，竞争将会跟着发生。代替性的产品跟着出现，各家商品之间的差异性也就越来越小。在此竞争期间，经销者将渐渐地退化成弱势特许权经销者，然后进一步成为强势的一般企业。最终，曾经拥有无限潜力的特许权经销者，会变成一般性的商品企业。当这样的情形发生时，良好的经营管理能力的价值和重要性将大为提升。特许权经销者可以在不当的经营管理下生存，一般的商品性企业却不能。

## 经营定律

沃伦·巴菲特在考虑收购企业的时候，很重视管理阶层的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



品质。他对管理人员最高的赞美是，永远以身为公司负责人的态度作为行事与思考的准则。管理人员把自己看成是公司负责人，就不会忘了公司最主要的目标，即增加股东持股的价值。同时他们也会为了进一步达成这个目标，做出理性的决定。另外，沃伦·巴菲特对那些能看重自己的责任，完整而详实地向股东公开所有营运状况，以及有勇气去抵抗盲从法人机构，而不盲目地追随同僚行为的管理人员，也极为器重。

沃伦·巴菲特认为，凡是柏克夏所收购的公司，都必须有值得他依赖的德才兼备的管理人员。他所考虑的主要因素可归纳为以下几点。

一、管理阶层是否理性?

二、整个管理阶层对股东是否坦诚?

三、管理阶层是否能够对抗“法人机构盲从的行为”?

管理人员在管理上的理性必须很强。分配公司的资本是很重要的经营行为。由于一段时间之后，资本的分配直接决定股东权的价值。沃伦·巴菲特认为，决定如何处理公司的盈余即转投资或是分股利给股东，是个涉及到逻辑与理性思考的严肃课题。《财星》杂志的卡洛·露米斯曾这样评价沃伦·巴菲特:“巴菲特认为理性是他经营柏克夏公司与众不同的一个特质，而这个特质通常是其它企业所没有的。”

怎样把握盈余与公司目前所处的生命周期的关系，是很重要的。随着公司的发展，其成长率、销售、盈余以及现金流量都会发生很大变化。在发展阶段，开发产品和建立市场要花去不少财力和物力。接下来就是快速成长阶段，公司开始获利，但快速的成长可能使公司无法负担，所以公司又通常不只保留所有的盈余，同时，也以借钱和发行股票的方式来筹措成长所需的资金。

当到了成熟期，公司的成长率减缓，并开始产生发展和营运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



所需之现金盈余。最后一个阶段就是衰退期。这个时期公司面临销售和盈余的双重萎缩,但仍继续产生过剩的现金。在成熟期与衰退期之间,特别是在成熟期阶段,公司常面临到的问题是,应该如何处理那些盈余?如果把过剩的现金用在内部转投资上,而能获得平均水准以上的股东权益报酬率,即高于资本成本,那么就应该保留所有的盈余作转投资,这只是基本的逻辑罢了。如果用作转投资保留盈余比资本的平均成本还低,这么做就完全不合理了。

只有其投资报酬是在平均水准以下,但却一再产生过多现金的公司,可以有以下三种选择:

一、它可以忽视这个问题,以低于平均的报酬率继续作转投资。

二、它可以购买成长中的企业。

三、把盈余发放给股东。

这几点就是沃伦·巴菲特判断管理阶层优劣的重要关键。不良的经营体系因缺乏理性思考,而运作不佳。

一般情况而言,管理阶层会在认为报酬率过低只是暂时的情况下,选择继续作转投资。他们相信以自己的能力,一定可以帮助公司赚钱。股东往往也会被管理人员的预测、公司情况一定会改善所迷惑。假如公司一直忽略这个问题,现金将逐渐被贬值,股价也会下跌。一个经济报酬率低,现金过剩,股价偏低的公司将会引来入侵者,而这通常就是丧失经营权的开始。为了保障自身的利益,主管人员一定会采用第二个选择,即可以购买其他成长中的企业,促使公司成长。

公开收购计划可以令股东振奋,同时,也能阻止入侵者。然而,沃伦·巴菲特对于那些需要靠收购以换得成长的公司持怀疑态度。原因有二,其一是成长需要付出极高的代价;其二是整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



个管理新的企业容易犯错,而这些错误对股东来讲就是付出昂贵的代价。

针对这些情况,沃伦·巴菲特的观点则是,对于那些过剩现金不断增加,却无法创造平均水准以上的转投资报酬率低的公司而言,唯一合理且负责任的作法只有将盈余回归给股东。因此,有两个方法能使用,即提高股利,及买回股票。

要是股东手上有现金股利,就有机会寻找其他高报酬率的投资。表面上看,这似乎是个不错的作法,但也因此有许多的投资人把股利增加看作是公司营运良好的标志。沃伦·巴菲特相信,只有当投资人拿着现金所作的投资,比公司保留盈余转投资的报酬率来得高的时候,这才是一件好事。

多年以来,柏克夏·哈斯威已经从其资本上获得很高的报酬率,而且一直保留所有的盈余。在报酬率这么高的情况下,要是把股利分给股东反而使他们的利益受到损害。当然,柏克夏完全不支付股利,股东也对此没有意见。一九八五年,沃伦·巴菲特曾向股东们提出三个股利选择:一、继续将盈余转投资,不发放现金股利。二、发放营业盈余5%到15%的现金股利。三、以一般美国产业的股利发放标准,发放盈余40%到50%的现金股利。在所有回应者中,80%的股东倾向保持原来的政策。而这项对股东信心的最终测试,促使公司将100%的盈余用于转投资。柏克夏的股东对沃伦·巴菲特深具信心。

往往有时候,股利的真正价值会被误解,回归盈余给股东的第二种方法,即购回股票,同样也会被人误解。其实,以各方面来看,采取这种作法对股东的利益不太直接,也不具体。而且需要较长的时间才看出成效。沃伦·巴菲特认为,以购回股票的方式处理盈余,报酬率会增高许多。如果当时的股票价格低于它的实质价值,那么购买股票是很正确的作法。假设一家公司的股价是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



50 元，而它的实质价值应该是 100 元。那么每花一元钱购买股票，所获得的实质价值就有两元钱。这种交易的本质对于选择继续投股的股东而言，是很有利的。

另外，沃伦·巴菲特还认为，如果企业主管积极地投入股市买回自己公司的股票，就表示他们以股东的利益为第一优先，而不是只想草率扩展公司的架构。这种立场带给市场利多的讯息，会吸引另外一批投资人，他们寻找能够增加股东财富的绩优公司做为投资目标，一般正常情况下，股东们会有两次的获利。一次是初次买入股票时，以及在股市投资人对这股票感到兴趣时。

坦诚是沃伦·巴菲特对企业管理层人员的必须要求。他对那些完整而详实报告公司营运状况的管理人员极为赞赏，尤其对那些不会隐瞒公司营运状况的管理者更是器重。这些人把成功分享给别人，也敢于承认错误，并且永远面对股东保持坦诚的态度。

财务会计标准只要求以产业类分类的方式，公布商业讯息。而有些管理者利用这些最低标准，把公司所有的商业活动都归类为同一个产业类别，藉此混淆投资人的视听，使得他们无法掌握有关自身利益的个别商业动态。沃伦·巴菲特主张，无论是否属于一般公认会计原则的资料，还是超出一般公认会计原则要求的资料，只要它能够帮助具有财务方面知识的读者回答下列三个重要问题，就应该公布。一、这家公司大概值多少钱？二、它未来的发展潜力有多大？三、从过去的表现来看，管理者是否能够充分掌握公司的营运状况？

沃伦·巴菲特所领导的柏克夏·哈斯威的年度报告，不但符合一般公认会计原则的标准，还提供了许多额外的信息。他详列了柏克夏所有企业的分别盈余，以及其他可以帮助股东分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



公司营运状况的相关资料。他很敬重那些采用同样坦白作风向股东公布资料的企业主管们。同时，他也赞许那些勇于公开讨论失败的企业管理者。按沃伦·巴菲特的说法，大多数的年度报告都是虚假的。每个公司多少都会有些错误。他认为，大多数管理者所提供的报告都太过乐观了。这或许可以照顾到他们自己的短期利益，但是这样长久下去，所有的人都将会在为受害者。

沃伦·巴菲特在自己对柏克夏·哈斯威的股东所作的年度报告中，针对其经济现况和管理成果，不论好坏，都坦诚地公布于众。过去他曾经承认柏克夏在纺织业和保险业上面临了困难，也承认自己在管理这些企业时所发生的错误。在柏克夏·哈斯威一九八九年的年度报告中，沃伦·巴菲特开始以《前二十五年的错误》为名。列出他曾犯下的错误。两年之后，改名为《每日错误》。在这里，他不只承认错误同时也列出因为他而未能适时采取行动所丧失的机会。沃伦·巴菲特相信，开诚布公至少能带给管理者与股东相同的好处。他说："误导他人的主管，最后也将误导自己。"

如果管理阶层坚持面对错误可以增长智慧及受信赖度，那么为何总是有许多的年度报告只宣扬成功的业绩呢？如果资本支出的配置只是如此简单而合乎逻辑的事，怎么会有许多资金运用不当的事情发生呢?沃伦·巴菲特认为其错误关键是"盲从法人机构"。就好像旅鼠盲目的行动一样，企业的管理者会自然而然地模仿其他管理人员的行为，而不去考虑那些行为是否能达到预期效果，这种没有主见的盲目效仿的行为在经营中是极其可怕和愚蠢的。

沃伦·巴菲特声称，这是他的企业生涯中最令他吃惊的发现。在学校里他一直以为，企业界那些经验丰富的管理者都是诚实而聪明的，还懂得做出理性的营业决策。等他真正步入企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



界，才知道一旦盲从法人机构，理性通常会不打折扣。

根据沃伦·巴菲特的说法，盲从法人机构的行为会出现在一个机构拒绝改变它目前的运作方向；如同工作量扩大，占满所有可利用的时间一样，所有的计划与并购行为，也将会消耗全部的可用资金；领导者任何企业上的行动计划，不管有多愚蠢，都会迅速获得属下的支持，他们提出详细的报酬率及策略研究作为回应；同级公司的作为，不管它们是正在扩张，收购、制定主管人员的薪资或者做其它的事情，都会毫不犹豫地被仿效。

国家偿金公司的负责人杰克·林华特，帮助沃伦·巴菲特发现这种盲从行为的毁灭的力量。当大多数的保险公司在收益不足，或甚至赔钱的情况下承保的时候，林华特拒绝遵循这样的市场趋势，他不接受这种保险。同样，在储贷业界通行的策略偏离正轨的时候，门杰与巴菲特当机立断改变相互储贷公司的投资方向。当其它“旅鼠型”公司明显地自取灭亡却还能够每季出现盈余的时候，大多数的管理阶层不愿意冒风险会使自己看起来很愚蠢，让合同承受难堪的损失。改变方向是很困难的，跟随其他公司一起犯同一种错误，直到面临失败时，大家才一起改变公司的方针比较容易。巴菲特和门杰不必担心丢掉饭碗，这就使得他们不受约束地做些不寻常的决定。但是就算是拥有良好的沟通技巧，也必须能够说服股东接受短期的盈余损失，以换来今后好的成果。巴菲特认为，无法抗拒盲从法人机构通常与股东并没有太大的关系，而且因为管理阶层本身不愿接受公司基本方针的改变。

就是管理阶层愿意接受公司基本方针，如果不改变就得面对倒闭的可能，可是对其中的大多数人来说，实施改革计划远不是太大困难。大部分人情愿屈服在选择收购新公司的诱惑下，也不愿面对眼前财务上的种种问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



沃伦·巴菲特指出三个他认为对管理阶层行为影响最深的因素:一、大多数的管理者不能够控制他们行事的欲望,这种希望极度活跃的行为,通常在购并接管其他企业时找到空间。二、大多数的管理者常常会和同业及其他产业的公司比较彼此之间的销售、盈余和高阶主管人员的薪酬。巴菲特提到,这样的比较引发了公司管理者的极度活跃行为。三、大多数的管理者对自己的管理能力过分自信。

还有一个常见的问题是拙劣的资金分配。沃伦·巴菲特认为,公司的行政总裁通常因为是在行政、工税、行销或生产等方面有杰出的表现而升到目前的职位。因为他们在资金的运用上缺乏经验,而转向他们的幕僚,顾问或投资银行寻求意见。从这里,盲从法人机构开始介入决策过程。沃伦·巴菲特针对这一现象,明确指出,如果行政总裁想要从事一项投资报酬率必须达到15%,才能算是投资成功的收购行为;而令人惊讶的是,他的幕僚会完全从容地给他提供一份报酬率刚好是15.1%的评估报告。

最后证明盲从法人机构的理由是不经过大脑的模仿行为。如果有三家公司的营运模式相同,那么第四家公司行政总裁也会认为他的公司采用相同的模式也一定可行。沃伦·巴菲特指出,并不是唯利是图或愚蠢的行动,使得这些公司失败。而是盲从法人机构的压迫性力量,使得它们难以抗拒注定失败的命运。在向一群圣母大学(Nottre Dame)学生演讲时,沃伦·巴菲特展示一份列有三十七家投资失败的银行机构名册。他解释说,尽管纽约股市交易量增长了十五倍,这些机构还是失败了。而这些机构的总裁们都有着非常高的智商,而且努力工作,对于成功更是有着非常强烈的欲望,然而,他们却败得很惨。原因就是他们同行业之间不经大脑的仿效行为所致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



沃伦·巴菲特与美国企业集团里一些最精明的经营者一起工作。包括首都/美国国家广播公司的汤姆·墨非(Tom Murplry)和丹·柏克(Dan Burke),可口可乐公司的罗伯特·哥苏达(Robert Goizueta)和唐纳德·奇奥(Donald Keough),以及威尔斯法哥银行的卡尔·理查德(Carl Richard)。然而,事实证明,即使是最精明,最有能力的管理者也无法挽救企业的困境。沃伦·巴菲特说:"如果让这批人在一个漏洞百出的公司工作,他们也起不到什么作用。"意思是说,不管公司的经营管理怎样令人印象深刻,他绝对不会把投资放在一群人的身上。沃伦·巴菲特还说:"以一个名声卓著的经营管理体系去拯救一个经济体质欠佳的企业,结果必然是徒劳无功的。"

在多数情况下,评定管理者的能力,是一种排除量化指标的主观判断行为,但是,还是有些量化的数据可以应用。即即些用以评估经营绩效的标准:股东权益报酬率、现金流量以及营业毛利等。

## 财 务 定 律

沃伦·巴菲特用来评估经营效益和经营绩效的财务定律,都是根据典型的巴菲特式原理为基础。他不太重视年度的营运绩效,而把焦点放在每四年或五年的平均值上。他指出,创造营业收益所需的时间,通常不大可能与行星绕太阳一周的时间相吻合。他对于那些用以捏造辉煌业绩的会计手法更感到不耐。相反,他遵循以下几个定律:

一、将注意力集中在股东权益报酬率,而不是每股盈余。

二、计算"股东盈余"(owner earnings),以得知正确的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



三、寻求拥有高毛利率的公司。

四、每保留一块钱的盈余，公司至少得增加一块钱的市场价值。

首先，针对股东权益报酬率，一般而言，分析师由观察每股盈余来评定公司全年度的表现，在过去一年中，每股盈余是否增加？这个数据是否高到可以拿出来吹嘘？沃伦·巴菲特认为，每股盈余只是一层烟幕。既然大多数公司都以保留部分上年度盈余，做为一种增加公司股东权益的手段，那么对于平均每股盈余这种表面的数据，又有什么好大惊小怪的呢？如果一个企业在每股盈余增加 10%的同时，它的股东权益也成长了 10%，那就不足为奇了。沃伦·巴菲特解释说，这和把钱存入银行后，就会获得利息没什么区别。

因此，沃伦·巴菲特主张，成功的经济管理绩效，是获得较高的股东权益报酬率，(没有不当的融资与会计上欺骗的方式等)而不只是在于每股盈余的持续增加。

沃伦·巴菲特以股东权益报酬率，即营业盈余，与股东权益之间的比例，做为评估公司年度表现的依据。而要想使用股东权益报酬率这个数据，有必要对以下几方面进行调整。

首先，所有可出售的有价证券应该以成本计价，而不是以市价来计算。因为股市价格可以对特定企业的股东权益报酬率产生很大影响。比如，假如股票市场在一年内狂涨，在此情况下，即使经营表现极好，股东权益报酬率还是会因股东权益的大量增加而减少。因为股东权益增加降低了其数值。相反，股价下跌会减少股东权益，这样，就算是不怎么样的业绩，看起来也会比实际业绩要好一些。

其实，投资者必须有能力控制那些会影响营业盈余的各种不寻常因素。沃伦·巴菲特排除了所有的资本利润和损失，以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



其他任何可能增加或减少营业盈余的不寻常项目。他正努力设法独立划分出企业各种特定的年度绩效。他希望了解在拥有特定的资金可供运用的情况下,管理阶层能为公司创造多少的营业收益。他说,这是判定经营绩效最好的一个依据。

另外,沃伦·巴菲特相信,在负债少或无负债的情况下,企业能达成良好的股东权益报酬率。我们知道,公司能藉由增加其负债比率,来提高股东权益报酬率。当然沃伦·巴菲特了解这个情况。但是为了提高柏克夏·哈斯威的股东权益报酬率而增加负债,对巴菲特而言,这样并不好。他认为,好的企业或投资决策不需要其他举债的帮助,就可以产生令人满意的经营成果。此外,高负债的公司在经济衰退期间非常容易受到伤害。他宁愿在财务品质上犯错,也不愿意以增加债务的方式拿柏克夏股东的福利冒险。

尽管沃伦·巴菲特的态度有些保守,但是他在借资的时候并不畏惧。与其在急需用钱的时候才去借款,他宁可在事先预知有款需求时,就开始行动。他指出,如果在决定收购企业的时候正好有充裕资金,那是最理想的。可是经验告诉他,情况总是刚好相反。货币供给宽松会促使资产价格上扬。紧缩银根,利率调高则会增加负债的成本,同时压低资产的价格。当低廉的企业收购价格出现的同时,借款的成本(较高的利率费用)很可能抵消此机会的吸引力。正因如此,巴菲特认为公司应该将它们的资产与负债分开,进行个别管理。

先借款以求将来可以用在绝对好的商业机会上的经营哲学,虽然会导致短期盈余的损失。但是,巴菲特只在有充分的理由相信,收购企业之后的盈余可以超过偿还贷款所需花费的利息费用时,才会采取行动。此外,由于吸引人的商业机会并不多,巴菲特则希望柏克夏随时都有万全的准备,对于怎样的负债比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



例才是适当的，巴菲特却保持沉默，他这样做是可以理解的。不同的公司依据自己的现金流量，而有着不同程度的举债能力。而巴菲特所要强调的是，好的企业应该能够不靠举债，就可以赚取不错的股东权益报酬率。

针对股东盈余，沃伦·巴菲特提出衷告，他说，投资人应该了解会计上的每股盈余只是评估企业经营价值的起点，绝对不是终点。而首先要知道的是，并非所有的盈余都代表相同的意义。那些必须依赖高资产以实现获利的企业，倾向于虚报公司盈余。因为高资产的企业必须向通货膨胀付出代价，这些企业的盈余通常只是虚无缥缈的虚幻。故此，会计盈余只在分析师用来估计现金流量时才用。

沃伦·巴菲特还衷告说，即使是现金流量也不是度量价值的完美工具，相反，它常常会误导投资者。现金流量是一种适合于用来衡量初期需大量投资资金，随后只有小幅度支出的企业。如房地产业，油田以及有线电视公司等。相反，制造业需要不断的资金支出，若使用现金流量就无法得到准确的评估结果。一般地讲，现金流量的习惯定义是，税后的净值加上折旧费用、耗损费用，分期摊还的费用和其他的非现金支出项目。按巴菲特的解释，此定义的问题出在它遗漏了一个重要的经济因素，即资本支出。公司必须将多少的年度盈余花费在购置新的设备、工厂更新及其他为维持公司经济地位和单位产品价格所需的改善费用上？根据巴菲特的说法，大约有95％的美国企业所需的资本开销，大约等于该公司的折旧率。他说："你可以将资本支出延迟一年左右，但是若长期下来仍然没有做出必要的支出，交易必然会减少。这项资本支出与公司在劳工与设备上的支出一样，都是企业营造所需的费用。"

八十年代，由于强力收购致使现金流量受重视的程度达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



了最高点。这期间,沃伦·巴菲特认为,“现金流量常被企业中介的掮客和证券市场的营业员用来掩饰经营上的事实,以促成一些原本不可能成立的交易。当盈余无法偿还垃圾债券的债务,或为不合理的股价提出辩解的时候,设法将买主的注意力转移到现金流量还真是一个好方法。”但是沃伦·巴菲特却又警告说,除非你愿意抽出那些必要的资本支出,否则把注意力全部放在现金流量上绝对是死路一条。

沃伦·巴菲特比较感兴趣采用的是他所谓的股东盈余即公司的净所得加上折旧、耗损、分期偿还的费用,减去资本支出以及其他额外所需的营运资本,来代替现金流量。他认为股东盈余并没有提供许多分析师所要求的精确计算结果。若要计算未来资本支出,最常使用的是粗估法,尽管如此,沃伦·巴菲特还是用凯恩斯的话说:“我宁愿对得迷迷糊糊,也不愿错得清清楚楚。”

沃伦·巴菲特很清楚,如果管理当局无法将销售额转换成利润,任何再好的投资都是枉然。他的经验证明,需要高成本营运企业的经营管理者常会不断增加经常性支出。反之,只需低成本营运企业的经营管理者则会设法节省开支。巴菲特极其反感那些不断增加开销的经营管理者。常常,他们必须提出改善计划以反映成本到销售上。每当公司宣布要大量进行削减开支的计划时,他就知道这家公司是不了解开销对于股东的意义。巴菲特说:“真正优秀的经营管理者不会是早上醒来才说:‘好,今天我要削减开销!就像他不会是早上醒来才决定呼吸一样。”

巴菲特特别指名威尔斯法哥银行的卡尔·理查德和保罗·海山,首都/美国国家广播公司的汤姆·墨非和丹·柏克。因为他们毫不留情地删减不必要支出。沃伦·巴菲特说,他们极度憎恶过多的冗员,即使是在利润创纪录的情况下,也会和承受压力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的时候一样，拼命地删减支出。这些企业经营管理者受到巴菲特的高度赞赏。巴菲特在处理成本费用与非必要支出的时候，态度极其强硬。他对于柏克夏的毛利率很敏感。他了解任何企业经营所需的适当员工人数，同时也明瞭既然有销售，就该有相对的支出。

柏克夏·哈斯威是个独特的公司。在克威特广场全体员工还凑不成一支垒球队。该公司没有法律部门，也没有公关或投资人关系部门。没有任何企业管理硕士专业人才组成的策略计划部门负责策划合并及收购等事宜。柏克夏不雇用安全警卫、轿车司机或公文信差。柏克夏的税后经常性支出还不到营业盈余的1%。巴菲特说，拿柏克夏与其它营业盈余相当，但经常性开销高达 10%的公司相比较发现：股东们仅是因为这个经常性开支，就损失了 9%的股份实质价值。

一个企业在经济价值上具有吸引力之外，还有企业的管理经营能力如何完成创造股东持股的价值这个大目标。巴菲特选择公司的标准是，长期发展远景看好，且公司由一群有能力和以股东利益为第一的优秀的管理者所经营，它们将随着日后公司市场价值的增加而获得真正成功。

众所周知，就长期而言，股票市场会很理所当然地遵循企业的实质价值，虽然在任何一个年度里，除了其实质价值之外，市场价格可能因各种原因而剧烈起伏。沃伦·巴菲特对此解释说，对于保留盈余也应该采用这样的观点。如果经过一段时间，公司不能将保留盈余做有效的运用，那么该公司的股票在股市就无法有令人满意的表现。相反，如果公司因增资而产生的报酬能够超越平均的水准时，这项成功将会反映在日益增加的股票价值上。

以沃伦·巴菲特的快速检验来看，这种股票市场价值的增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



加应该至少符合保留盈余的金额，如果增加的比保留盈余高，当然更好。巴菲特说："总括而论，在这种公开拍卖的超大型竞技场里，我们主要的工作，是要选择那具有下面经济特性的公司：即可将每一块钱保留盈余，确定转换成至少有一块钱的市场价值。"

## 市场定律

企业定律、经营定律及财务定律，都围绕着一点，即是否购买该公司的股票。任何处在这个决策点的人都要衡量两个因素：这家公司的实质价值，及价格吸引人的程度。

股市直接决定着股价。而股票的价值则由分析师来决定，他们在衡量过去各种有关公司的营运、经营管理及财务特性等已知资讯后，做出判断。股票的价格与其价值并不一定相等，有效率的股市，股票价格将会立刻反应出各种有利的讯息。当然现实状况并非简单如此。证券的价格会受到各种因素的制约和影响，在公司的实质价值附近上下波动，而且并非所有的涨跌都合乎逻辑。

就理论上而言，投资者的行动取决于股票价格和实质价值之间的差额。如果公司股票的市场价格低于该公司股票的实质价值，一个理性的投资者应该会购买该公司的股票。反之，如果股票的市场价格高出它的实质价值时，则投资者不会考虑购买。随着公司经历各个不同发展阶段，分析师依各阶段的特性，以市场价格为比较基准，重新评估公司股票的价值，并以此决定是否买卖及持有股票。

总之，理性的投资者应具有两个必不可少的因素：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



一、企业的实质价值如何。

二、是否可以在企业的股价远低于其实质价值时，买进该企业的股票。

就传统而言，评估企业价值，有三种普遍的方法：清算法，永续经营法及市价法。清算法，是指变卖企业所有的资产后产生的现金，并扣除所有负债后的净值。运用清算法，并不需要考虑企业未来的获利盈余，因为假设该企业不再继续存活。另一方面，永续经营法则对股东可以预期得到的未来现金流量进行预测。这些未来现金流量会以适当合理的利率，折算成目前的现值。当未来的现金流量难以估算的时候，分析师通常使用市价法，即与其他相类似的公开上市公司做比较，运用适当乘数计算出企业的价值。

沃伦·巴菲特认为，最好的方法是约翰·巴恩·威廉斯(John Barn Williams)。在他的著作《投资价值理论》(Theory of Investment Value)一书中所提出的。基于该理论，巴菲特告诉人们，企业的价值等于运用适当的贴现率，折算预期在企业生命周期内，可能产生的净现金流量。

沃伦·巴菲特强调，企业价值的数学计算是非常重要的，类似评估债券价值的模式。债券未来的现金流量可分成每期息票支付的利息，以及未来券到期发回的本金两部分。如果把所有债券息票的利息加起来，且以适当的利率折现，就可以得到债券的价格。为了要决定企业的价值，市场分析师估计在未来的一段期间内所能产生的“息票”折现到目前的现值即为公司的价值。

沃伦·巴菲特指出，只要加入适当的变数、现金流量和适当的贴现率，决定公司价值就很简单。如果他对预测评估企业未来现金流量没有十分的把握，他就不会试着去评估一个公司的价值，这是沃伦·巴菲特处理事情的特点。虽说他承认微软(Mi-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



crosoft)是家极有活力的公司,对于比尔·盖茨(Bill Gates)也非常推崇,但是他也承认,自己没有办法预估这家公司未来的现金流量。如果企业简单而且易于了解,并拥有稳定的盈余,巴菲特就能够以高度的确定性来决定未来的现金流量。他所提及的"竞争优势圈观念"也反映在其预测未来的能力上。在巴菲特看来,预测现金流量应该具有像是在债务中所使用的"息票似的"(Clupon-like)确定性。一旦巴菲特决定了企业未来的现金流量,接着就是应用贴现率将其折现。一旦他们了解到巴菲特所使用的贴现率,只是美国政府的长期债务利率,不是什么其他别的东西的时候,许多人会感到惊讶,而这正是任何一个人所能够达到的最接近无风险利率水准。

在学术方面的争论是,比较适当的贴现率会是无风险利率(长期债券利率)加上股票的风险贴水,以反映出公司未来现金流量的不确定性。虽然巴菲特承认在利率下跌的时候,他会更倾向于小心谨慎应用此一长期利率,但他不会增加风险贴水到他公式里的原因很简单,只是为了要避开风险而已。首先,巴菲特拒绝购进那些负债问题的公司,来避开与债务有关的财务风险。其次,将注意力集中在盈余稳定且可预测的公司上,可以降低投资风险。他说:"我将确定性看得很重要。如果你这么做,则所有造成风险的因素对我而言都没有意义。风险来自于你不知道自己在做什么。"

尽管沃伦·巴菲特坚持这样的主张,受到有些人的批评,他们认为预估将来的现金流量是很难掌握的,而适当贴现率的选择,也会造成评估上的重大失误。取而代之的是,这些批论家利用各种不同的简易方法来辨认企业价值:低的本益比和价格——帐面价值比,以及高的股利。从业人员极为看重这些比例,并认为购买确定拥有这些财务比率的公司一定能赚钱。持续购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



买低本益比和价格(帐面价值比),以及高股利公司者,通常被称为"价值投资人"。主张以选择在盈余上有高平均成长的公司,来辨认公司价值的人,则称之为"成长投资者",一般情况下,成长中的公司通常具有高的本益比和低的股利。而这些财务的特色与价值投资人所希望寻找的刚好相反。这些寻求购买值的投资人,通常必须在价值与成长之间来选择股票。巴菲特在多年前,也参加过这种知识性的争夺战。现在他则认为在这两种学派的想法之间辩论,是徒劳无益的事。他认为,成长与价值其实是相通的,价值是一项投资其未来现金流量的折现值;而成长只是用来决定价值的一项预测过程。

在销售、盈余及资产方面的成长,能够增加或扣除投资价值。在投资资本报酬率高于平均水准的时候,成长可以增加投资的价值。因此就保证了每投资一块钱就能增加一块钱的市场价值。而成长对于一家资本报酬率不高的公司股东而言,可能反受其害。比如某些企业,一直以令人难以置信的方式成长,可是它们无法赚到相当的资本报酬率,由于这个原因,而使这些公司的大部分股东陷于相当糟糕的地步。

沃伦·巴菲特指出,所有这些简捷的投资测试方式——高的或者低的本益比、价格(帐面价值比和股利发放,以及任何方式的组合),都不足以决定一个投资人是否真的购买到了值得购买的企业,和的确以获取价值为目的,来操作他的投资。无论企业能不能成长,在盈余上显示出的是起伏不定或者是稳定的状态,或拥有相对于目前盈余与帐面价值过高或过低的价格,投资者当以折现后现金流量最便易的公司,作为投资决策的根据。

然而,将注意力集中在容易了解,和具有持久的经济力量基础,并把股东放在第一位的管理者所管理的公司,并不能保证成功。首先,他必须以合理的价格购买,同时公司必须符合他对企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



业的希望，沃伦·巴菲特说，如果我们犯了错，就是因为下列三个地方出了问题：一，我们所支付的价格；二，我们所参与的经营管理；三，企业未来的经济状况。而错误的估算最常发生在第三个问题上。这意思是说，不但要辨认出可以赚得高于平均收益的公司，还可以在价格远低于其实质价值时，购买这些企业。格兰姆曾教导巴菲特，"只有在价格与价值之间的差异高过安全边际的时候，才购买股票。"

而安全边际的原则以两种方式协助了沃伦·巴菲特。

首先，使他避免受到价格上的风险。如果沃伦·巴菲特所计算的企业价值，只稍微高于它的每股价格，那么他就不会购买该公司股票，沃伦·巴菲特推论道，如果公司的实质价值因为他错估未来的现金流量而有些下降，股票价格终究也会下跌，甚至低到他所购买的价钱。但是，如果存在于购买价格与公司实质价值之间的差价足够大，则实质价值下跌的风险也就比较低。比如，假设巴菲特以实质价值的七五折购买一家公司，但在随后的发展中，该公司的价值下跌了10%，他起初的购买价格仍然会为他带来适应的报酬率。

安全边际原则所提供的一些机会，使我们可能获得极佳股票报酬率。如果巴菲特准确无误地辨别出一个拥有高经济报酬率的公司，长期之后该公司的股价将会稳定地攀扬，反映出它的报酬率。股东权益报酬率持续维持在15%的公司，它的股价的上涨程度将会超股东权益报酬率10%的公司。不仅如此，由于使用安全边际，如果巴菲特能够在远低于实质价值的价格下收购这个杰出的企业，柏克夏将会在市场价格进行修正的时候，额外地赚一笔钱。巴菲特说："交易市场就像上帝一样，帮助那些自助者。但是和上帝不同的是，交易市场不会原谅那些不知道自己在做什么的人。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



沃伦·巴菲特的这个比喻，对于投资者而言，是极为准确的。投资虽作为一门学问存在着，而沃伦·巴菲特却深入浅出，一针见血地道出了其精髓所在。

在沃伦·巴菲特的投资哲学体系中，最明显的特点是他极清楚地了解领悟到，拥有股份就是拥有企业，不是仅仅拥有一张纸。巴菲特强调，不了解公司业务的营运情形，包括该公司提供的产品与服务、劳资关系、原料成本、厂房设备、资本转投资的需求、库存、应收款项和营运资金需求等，就贸然购进股票，是极其不合理的行为。这种心态反映在企业管理阶层与股东对分红的态度上。本杰明·格兰姆在《聪明的投资人》结束语里写道："最聪明的投资方式就是把自己当成持股公司的老板"，巴菲特说："这是有史以来关于投资理财最重要的一句话"。

拥有股票的人可以选择成为企业的所有人，或者只当自己持有一些可以交易的有价证券。认为自己只是拥有一张纸的股票持有人通常都不在乎公司的财务状况。在这些人眼里每天涨涨跌跌的股市成交价，比公司的损益表和资产负债表更能够正确地反映股票的价值，他们买卖股票就像是掷骰子一样。巴菲特认为，一般股票的持有者与企业经营者之间是密切相关的，两者应同等看待企业的所有权。巴菲特特别强调说："因为我把自己当成是个企业经营者，所以我成为更优秀的投资人。因为我把自己当成是投资人，所以我成为更优秀的企业经营者"，他所言正反映出他的经营投资的主导思想。

而对于购买什么类型公司，沃伦·巴菲特说："首先我会避开那些让我缺乏信心的一般商品企业和经营管理阶层。我只购买我所了解的公司类型。而那些公司多半具有良好的体质，以及值得信赖的经营管理阶层。而且好的企业不一定都值得购买，但是我们可以自其中选择适合的投资对象。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第五章　柏克夏·哈斯威魔方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特是这样一个投资人，他极善于把握投资机遇，而且从不犹豫。他看好的行情往往会令其他投资人深感疑惑，不可思议，而事实证明，沃伦·巴菲特的独具慧眼，另辟蹊径的投资策略是有其道理的，他之所以获得成功，也就在于他与众不同的投资思维模式，加上理性看待市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



柏克夏棉花制造公司，于一八八九年成立，四十年后，与其他纺织工厂合并，成为美国最大的工业公司之一。

在此时期，柏克夏生产全国棉花所需的约 25%，并消耗掉新英格兰发电量的百分之一。一九五五年，柏克夏与哈斯威制造公司合并，公司名字也跟着改名为柏克夏——哈斯威。

然而，在合并后的几年里，公司不景气。甚至不到十年，股东权益就已经滑落一半，营运损失也超过一千万美元。尽管公司结局如此惨淡，沃伦·巴菲特合伙体仍在一九六五年投资取得柏克夏·哈斯威的控制权，并在以后的二十年里，巴菲特和柏克夏的财富皆持续狂增。

## 市场先生

沃伦·巴菲特说："长期来看，一个公司的经济价值逐渐上升，那么其普通股价格也将提高。反之，如果公司经营不善，股价也就会反映出问题。"

本明杰·格兰姆曾教导巴菲特，投资人和投机客之间的基本差异，在于他们对股价的看法。格兰姆指出，投机客试图在价格的起伏之间获益，相反，投资人只寻求以合理的价格取得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



公司的股票。而成功的投资人经常有某种特殊的气质。要知道投资人的最大的敌人不是股票市场，而是自己。投资人不管在数学、财务式会计上有多么优异才能，可是如果不能够掌握自己的情绪，就无法从投资过程中获利。格兰姆透过他名命的“市场先生”(Mr Market)的寓言故事，帮助了他的学生了解股票市场波动的愚蠢。

沃伦·巴菲特在柏克夏一九八七年的年报中，同他的股东分享了这个寓言故事。

为了能了解股票价格的非理性，试着想象你和市场先生是民营企业里的合伙人。每天，市场先生一定会提出一个他乐意购买你的股票，或将他的股票卖给你的价格。很幸运的，你所持有的股票具有稳定的经济特性，但是市场先生的报价却非如此。因为你明白市场先生在情绪上并不稳定。因此，你可以发现，有一些日子，市场先生是快活的，并且只看到眼前美好的日子，当这些日子来临时，市场先生会报出很高的价格。其他日子，市场先生却相当懊丧。只见到眼前的困难，对你们共有的股份报价很低。另外，市场先生还有一个可爱的特点，他不介意被人冷落。如果市场先生所说的话被人忽略了，他明天还会回来，同时提出他的新报价。而市场先生对我们有用的是他的口袋中的报价单，而不是他的智慧。如果市场先生看起来不太正常，你就可以忽视他，或者利用他这个弱点。但是你如果完全被他控制，后果就不堪设想。

沃伦·巴菲特借此寓言故事提醒股东们，成功的必要条件是必须具有良好的企业判断力，和保证不受市场先生所掀起的狂风所害。为了与市场先生保持距离，沃伦·巴菲特一直牢记着格兰姆的这个寓言故事，以此提醒自己在投资中必须要稳操胜券。而面对市场先生所制造的某些诱惑甚至假象，要有相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的耐力去对待，用自己的各种定律测算行事。

## 预测效应

本杰明·格兰姆曾指出：离华尔街越远，你就越会怀疑那些所谓的股市预测或时机。沃伦·巴菲特所持拥有的柏克夏在奥玛哈，离纽约很远。所以，他起初根本不相信市场预测。他也无法预知短期内股价的变动，更不相信有任何人可以做到准确无误的预测。他认为，股市预测专家存在的唯一价值，就是使算命先生更体面而已。

可是，在一九九二年，沃伦·巴菲特却一改往昔的看法，破天荒地提出了预测。他认为九十年代，史坦普五百种股票指数，不太可能像其在八十年代那样，有平均以上的收益表现。

八十年代，股票股资报酬率确实比过去有些增加。这个增加的原因是，较低的公司税以及大幅度增加的负债比例。可是，潜在价值的真正指称，即营业毛利率与资产周转率，却在这段期间内并没有太大的改变。当然，在八十年代，股票市场存在能够长期接受股价过高或者过低的情况。

沃伦·巴菲特并没有因为市场价格的情况变动，而停止收购行为。尽管偏高的市场价格可能使得诱人的交易减少了许多，但是他独具慧眼，还是能够发现吸引他的公司，进而购买其股票。可是，在市场价格下跌，投资者普遍持悲观态度时，具有吸引力的交易数量会增加。一九七九年，道琼斯工业指数比股票的帐面价值稍低，股东权益的平均报酬率为13%。债务的利率则在9%与10%之间变动。

针对一九七二年至一九七九年之间的股价差异及投资现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



象，沃伦·巴菲特提供了一个可能的解释。他认为，在一九七九年的时候，投资组合经理人感到，既然无法了解短期的股价趋势，最好还是别涉足股市。当然这种心态并非完全错误，但是巴菲特却坚信，未来的情况你永远都摸不清。而在股市已经一片看好声中，你又将付出很高的价格进场。

沃伦·巴菲特不去预期股票市场的变动，而是把目标集中到别处，按他的说法就是“我们只是设法在别人贪心的时候保持戒慎恐惧的态度，唯有在所有的人都小心谨慎的时候，我们才会勇往直前。”当然，如同巴菲特所言，了解其他大多数人的想法，并不能够代替自己本身的思考。要想获得大量收益，你就得小心评估各个公司 经济面上的基本特质。凭热情拥抱目前最流行的投资方式或情况，无法保证自己一定成功。

## 避险功能

八十年代，许多法人机构的投资组合经济人，沉迷一个名为“投资组合保险”的投资策略。这个投资策略是将投资组合的项目，长期在高风险资产和低风险资产之间保持平衡，以确保它的收益不低于某一个预定的最低标准。当投资者所持有的投资组合价值减少的时候，就是因为把投资金以高风险的资产转移到低风险的资产，即由股票转移到债券或现金。相反，在所持有的投资组合价值增高的时候，则是因为将资金比风险较小的资产转移到较具风险的资产上面。因为要在个别有价证券之间转移数以百万计的大量资金并不容易，因此，投资组合经理人转而以股票指数期货做为保障他们投资有价证券的方法。

针对这种情况，巴菲特的担心是有道理的。因为无知的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



资人会在购买期货时，存有大捞一把的贪妄想法。而且由于购买期货所需的保证金不高，常会引来一些同赌徒一般的投资者，企图能在短期内获取暴力。这种抱短线的心理，正是低价股票、赌场赌博以及彩券促销者一直能够生存的原因。巴菲特通过这种现象明确指出，要想有一个健全的投资市场，我们需要的是寻求长期获利、并以此为投资策略的长期投资人。

为了使人们更能认识到投资组合保险的谬误，巴菲特用地主思考模式做比喻，形象地阐述了谬误的所在。一个地主在买进农场之后，因为发现附近的农田价格下跌，于是就告许他的不动产经纪人卖掉农场。这就像一个年金基金拥有奇异电器或福特汽车的股票，只因为最近的一个成交价下跌而出售它的股票，或因上一个成交价上涨便买进它的股票。

近来有一种说法，认为散户在投资市场中被迫与大型法人投资机构竞争，对其极为不利。巴菲特却认为这个说法并不正确。事实上，因为大型法人机构的投资者常有一些反复无常和不合逻辑的行为，散户只要能够坚守企业的基本面因素，即十分容易获利。按巴菲特的观点而言，散户唯一的弱势是，他可能被迫在不适当的时机，出售手中的股票。他认为，投资人必须在财务上和心理上，都有充分的准备，以应付市场的变化无常。投资人应该了解，股价被动是常有的事。巴菲特相信，除非你能够眼睁睁地看着手中的股票跌到只剩买进价格的一半而还能面不改色，否则，你就不该进入股票市场。

## 独辟新径

沃伦·巴菲特是一个精明的投资者，因为他总能够在整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



华尔街都厌恶某个企业，或者完全不把它放在眼中的时候，看到它所具有的潜力。进而采取收购的行动。当巴菲特在八十年代购买通用食品(General Foods)和可口可乐公司的股票时，大部分华尔街的投资人都觉得这些交易极缺乏吸引力。

一般人都觉得，通用食品是一个没有大的发展的公司。而可口可乐给人的印象也不很好，并且作风保守，从股票投资的角度来看，也同样缺乏吸引力。

沃伦·巴菲特收购了通用食品公司后，在管理上进行了调整，由于通货紧缩降低了商品的成本，加上消费者购买力增加，使得该公司的盈余大幅度成长。在一九八五年，菲利普·摩里斯 (Phillip Morris)，美国一家香烟制造公司收购通用食品公司的时候，巴菲特的投资成长了三倍。在柏克夏于一九八八年和一九八九年收购可口可乐公司股票后，该公司股价已经上涨到了四倍多。

通过这些事例表明，巴菲特能够毫无畏惧地采取购买行动，这种魄力非常人所能比。

一九七三年到一九七四年间为空头市场的最高点，巴菲特收购了华盛顿邮报公司。他在 CEICO 公司面临破产时，将其购买下来。他在华盛顿公共电力供应系统无法按时偿还债务的时候，大量购买它的债券。在一九八九年垃圾债券市扬崩盘的时候，收购了许多 RJR 奈比斯公司 (RJR Nabisco，美国一家极大的饼干制造公司的高殖利率债券。

针对这些情况，沃伦·巴菲特说："价格下跌的共同原因，是投资人抱有悲观的态度，这种态度有时是针对整个市场，有时是针对特定的公司或产业。我希望能够在这样的环境下从事商业活动，并不是因为我喜欢悲观的态度，而是因为我们喜欢它所制造出来的价格。换句话来说，理性投资人真正的敌人是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



乐观主义。”

沃伦·巴菲特就是这样一个投资人，他极善于把握投资机遇，而且从不犹豫。他看好的行情往往会其他投资人深感疑惑，不可思议，而事实证明，沃伦·巴菲特的独具慧眼，另辟新径的投资策略是有其道理的，他之所以获得成功，也就在于他与众不同的投资思维模式，加上理性看待市场。

## 价值取向

长期的投资生涯，使沃伦·巴菲特发现一个很奇怪的现象，那就是投资人总是习惯性地厌恶对他们最有利的市场，而对那些不易获利的市场却情有独钟，而且极有兴趣。在潜在意识中，投资人很不喜欢拥有那些股价下跌的股票，却对那些一路上涨的股票非常着迷。高价买进低价卖出当然赚不到钱。

在沃伦·巴菲特购买威尔斯法哥银行的时候，其股票的价格由其最高点跌到只剩下一半，尽管巴菲特在较高的价格就开始收购威尔斯法哥银行的股票，但是，他还是很乐意看到股票下跌的情形，并且把握这个机会作为低价投资组合加码的手段。按沃伦·巴菲特的说法，如果你期望自己这一生都要继续买进股票，你就应该学会这种接受股价下跌趁机加码的投资方法。”

从理论上分析，对投资人而言，最理想的情形是，在他们进场的时候一路都是空头市场直到他们决定卖出之前来一个大多头市场的喷出行情。巴菲特指出：投资人对于食物的价格可都是十分清楚的，因为知道自己永远都得购买食物，所以他们喜欢较低廉的价格，而厌烦物价的上扬。根据巴菲特所言，只要对你所持有的股票的公司深具信心，你就应该对股价下跌持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



欢迎的态度，并抓住这个机会增加你的持股。

巴菲特相信，即使市场走向可能暂时忽视公司在经济上的基本面因素，但是公司本身的体质终究是会反映到市场上。这样的观点，对于那些不愿花时间做财务分析，而把股市涨跌当作是最后裁决的人而言，是很难让人接受的。可是，这正是为什么人们在股票市场难以获利的原因。因为抛开了股票市场的涨跌是最后判断依据的观念，所以巴菲特能够打破股票价格和价值的迷思。他总结说：“对我而言，所谓的股票市场并不存在，它只是一个让我看看是否有人在那里想要做傻事的参考罢了。”

沃伦·巴菲特做的都是长期投资。因此，短期的市场波动对他根本没有影响。尽管大多数人对于下跌的股价总是难以忍受，巴菲特却总是自信十足。他相信自己比市场更有能力评估一个公司的真正价值。他指出，如果你做不到这一点，你就没有资格玩投资游戏。他并解释道，这就好像打扑克牌，如果你在玩了一阵子后，还看不出这场牌局里的觊子是谁，那么这个觊子肯定就是你。

沃伦·巴菲特一直就很相信格兰姆有关股票市场的告诫是正确无异的。股票市场并不是一个指称，它只是一个可以让你买卖股票的地方而已。巴菲特拥有波珊珠宝、喜诗糖果公司、以及水牛城新闻报已经多年了。他完全不在乎每天的成交价格的涨跌情况。公司本身经营得很好，和股市完全没有关系。而对于可口可乐公司、华盛顿邮报、CEICO以及首都美国广播公司，巴菲特却将注意力集中在这些公司的销售、盈余、利润和资本投资的需求上。对这些公司的营运情况，巴菲特都了如指掌，如同自己的私人公司一样清楚。而每天的股票市场成交价对他完全不重要。巴菲特认为，就算股票市场关闭十年。他也不会在乎。因为股市对他没有造成任何影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



## 经济因素

既然沃伦·巴菲特不相信所谓的市场时机，那么他就不会投入任何资源来判断经济上的周期变化。巴菲特幽默地说：“就算联邦储备主席亚伦·格林斯班(Alan Greenspan)偷偷告诉我他未来两年的货币政策，我也不会改变自己的任何一个作为。”沃伦·巴菲特和查理·门杰都表示，他们完全不花时间去考虑失业率、利率或汇率等数据。他们也不让政治因素干扰他们投资的决策过程。就算预先知道了某一个政治选择的结果，他们也决不会对自己的投资策略做一丝一毫的改变。

沃伦·巴菲特认为，经济的景气就像是赛马场上奔驰的马。有时候跑快一点，有时候又跑慢了一点，这是很正常的事。巴菲特和查理较大的兴趣还是集中在公司的基本面因素、经营管理以及价格上面。此外，巴菲特对于通货膨胀也特别注意，尤其是通货膨胀对于企业营运效益的影响。

## 通货膨胀

沃伦·巴菲特认为，通货膨胀是一种政治现象，而不是经济现象。由于到目前为止，对于政府的支出还没有一个永久有效的限制加以规范，不断发行货币使得通货膨胀日趋严重。这使巴菲特不得不承认他无法预知，高度通货膨胀的情况何时还会再发生。但是赤字支出的持续恶化，将使得通货膨胀无法避免。有些出乎预料的是，巴菲特认为贸易逆差比预算赤字更令

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



人担心。他相信，由于美国拥有相当健全的经济制度，赤字的问题总有办法解决。但是，贸易逆差却是另外一回事。贸易逆差的问题一直困挠着巴菲特，也成为他思考通货膨胀问题时的一个很重要的参考因素。

沃伦·巴菲特指出，在八十年代，美国人的消费总额比生产总额还要高，原因是美国人不但购买国内产品。同时也购买进口国外产品，在引进外国产品的时候，美国发行了各种不同的清偿票据（claim check），包括美国政府公债、法人的公司债及美国银行的存款。这些给与其他国家的清偿票据，正在以一个可怕的速度成长。由于美国是个富裕的国家，这些贸易逆差可能暂时不被注意，但是总在一天它会吃掉美国的资产和制造设备。

巴菲特认为，削减贸易逆差最简单的方法是提高通货膨胀，这样，国外的投资人对于未来美国偿还这些票据的能力，可能会被误导。在积累的求偿权增加到难以处理的地步时，通货膨胀的诱惑就很难拒抗了。而事实上，对于债务国而言，通货膨胀就像是经济上的氢弹一样。因此，很少有人愿意接受债务国所出售的以该国货币为清算单位的借款。由于美国在经济上的信用一向还行，世界各国也都愿意购买其债务。但是如果有一天，美国使用通货膨胀方式来回避债务，受害的将不是那些债务权国而恰恰是自己。

沃伦·巴菲特进一步阐明，由于赤字预算和贸易逆差等外在因素对通货膨胀的影响。这些因素将会是决定股东的在柏克夏斯威里的投资能获利多少的重要因素。高通货膨胀率，对于公司能否为投资人赚得实质的报酬是一项负担。所谓实质的报酬率是指股东权益报酬率必须高于悲惨指数，即税率及通货膨胀率率和。而所利税永远不会把股东的盈余亏损。就算税率高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



达 19%，在通货膨胀率是零的情况下，股东还是会有收入的。

但是，在沃伦·巴菲特亲身经历过的七十年代末期，通货膨胀急速恶化，各个企业必须提高报酬率，股东才能获利。通过这种现象，巴菲特指出，就算是一个报酬率高达 20%的公司，这已经是个不易达到的目标了，而在通货膨胀率 12%的情况下，也很难为股东赚取利益。以 50%的税率等级来计算，报酬率 20%的公司所有的盈余全部分配给股东，也只有 10%的净收益。如果通货膨胀是 12%，那么股东所拥有的购买力只剩下年度开始的 90%而已。如果累进税率为 32%，通货膨胀率为 8%，公司的报酬率至少必须达到 12%，股东才能处于不亏损状态。

很久以来，在传统观念上，股票是对抗通货膨胀的最佳屏障。投资人相信，身为公司的股东，公司自然会将通货膨胀所增加的成本，转移到顾客身上，以此保障股东在投资上的实质利益。巴菲特不同意这种观点，他指出，通货膨胀并不保证公司的投资报酬率会增高，按巴菲特的说法，增加股东权益报酬率的办法可归纳为以下几种：

一、提高资产周转率（销售额和资产之间的比率），首先分析下列三种资金，应收帐款，存货以及固定资产。巴菲特认为，无论销售总额的增加是出货量增加，还是通货膨胀的结果，只要销售总额增加，应收帐款也会跟着增加。根据巴菲特观察，销售总额的增加将会提高存货周转率。短期内货源供应不足或成本的改变，都可能造成存货的大幅度改变。在通货膨胀期间，如果采用先进先出（FIFO）盘存法，可以在某种程度上改善股东权益报酬率。

而事实上，在一九七五年之前的十年通货膨胀率持续上升期间，《财星》杂志五百大企业的平均存货周转率只从 1.18 增加到 1.19。在刚开始的时候，通货膨胀会使得存货周转率和固

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



定资产比起来，有增加的趋势。因为销售额的增加，将会超过固定资产折旧的速度，周转率随之升高。然而，在这些已折旧的固定资产重新更新之后，周转率将会减缓，直到通货膨胀的速度再次赶上销售总额和固定资产的增加。

二、增加营业毛利。许多经理人认为，营业的毛利应该是有办法可以增加的。较高的毛利能够增加股东权益报酬率。巴菲特认为，通货膨胀对于经理人在成本控制方面几乎毫无帮助。公司在经营上所面对的主要非利息及非税赋支出是原料、能源和工人的工资。在通货膨胀期间，这些费用通常会升高。根据统计结果，巴菲特针对联邦贸易委员会的报告，寻找出一个在六十年代达成8.6%税前销售毛利的制造业公司，到了一九七五年的时候，同样的制造业公司在面临通货膨胀的情况下，税前销售毛利却只有8%。尽管通货膨胀持续上升，毛利却不升反下降。

三、设法节税。至于如何以较低的所得税增加股东权益报酬率，沃伦·巴菲特则要求人们，设想一下拥有D类股票的美国企业投资人，A、B、C三类股票为联邦政府，以及地方政府所持有。尽管A、B、C三类股票的所有人，对于他们持股公司的资产并没有求偿权，但是他们却能分得一个相当比例的公司盈余。巴菲特解释说，A、B、C类股的持有人依法可由股东大会投票方式，增加他们在公司盈余中的分配利益。显而易见，在这种情形发生的时候，D类股票持有人的利益一定会受到损害。针对于此，巴菲特反问，如果通货膨胀持续上升，你将能够期待A、B、C类股的持有人，以同样投票的方式自愿放弃公司的部分盈余吗？

四、提高负债比率。公司可以利用增加负债。或者改为便宜的融资等方式。来增加股东权益报酬率。然而，沃伦·巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



特却说，通货膨胀并不能引起放款利率的下降。反而，随通货膨胀的恶化，资金的需求会随之增加，被迫性的借款的需求也会越来越大。此外，通货膨胀持续恶化，贷方基于对未来的不确定，会要求对他们的贷出资金付出较高的利率，也就是通常讲的放高利贷。巴菲特认为，即使在利率并没有大幅度调升的情况下，以稍高的利率来代替原本利率较低的已到期借款，同样也会成为公司的一项开销。

五、便宜的举债方式。在商场上具有讽刺意味的是，有能力借款的公司通常不需要以这样的方式筹措资金。而那些连生存都困难的公司，却整日在银行的窗口前排队。尽管如此，预期通货膨胀仍将会使得资金需要增加的公司，仍会以贷款方式，以减缓矛盾。

沃伦·巴菲特根据二次世界大战之后的股东权益报酬率资料，做了分析得出如下结论：长期以来，这些报酬率的波动其实很小。以二次世界大战后的每十年为一期来看，到一九五五年为止，道琼斯工业指数的股东权益报酬率为 12.8%；一九五六年到一九六五年的十年为 10.1%；到一九七五年为止的十年，平均为 10.9%。

针对这些结果，巴菲特指出，如果分析《财星》杂志的五百大企业，到一九六五年为止的十年，股东权益报酬率为 11.2%，到一九七五年为止的十年则为 11.8%。以三十年为一期来看大多数美国企业的平均股东权益报酬率，介于 10%到 12%之间，重要的是，股东权益报酬率和通货膨胀率上升或下降并没有明显的关系。故此，高通货膨胀率并不能帮助公司增加股东权益报酬率。

明白了通货膨胀不能使自己获利后，巴菲特便设法避开那些被通货膨胀所害的企业。而那些需要大量固定资产才能顺利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



运作的公司，总是被通货膨胀所害。巴菲特认为，就算是那些不大需要固定资产的公司，在通货膨胀期间，也会受到伤害，只是所受伤害程度小。而受伤害最小的，就是那些拥有极佳经济商誉的企业，而且这些企业很少被通货膨胀的阴影所困挠。

## 经济商誉

经济商誉实质是一种商品品牌，与会计商誉完全不同的两个概念。会计商誉是资产负债表上的一个科目，用来计算帐面价值的一个部分。而经济商誉的所含范围比较大，缺少精确的定义，但是，却是公司实质价值中很重要一项。对此，沃伦·巴菲特进行较过认真的研究和分析。

首先，创造高收益。巴菲特认为，如果一家公司的资本报酬率能够达到平均以上的水准，那么这家公司的实质价值就应该超过它有形资产的总值。比如，在一九七二年，蓝筹印花公司以两千五百万美元的价格收购了喜诗糖果公司。当时，喜诗糖果公司拥有八百万美元的有形资产。该公司在没有负债的情况下，每年的税后盈余达两百万美元，也就是说是资本的25%。喜诗糖果公司并不是靠自己的设备、工厂以及存贷的公平市价，来赚得这样超乎寻常的收益。而该公司之所以能够有这样可观的业绩，是因为它享有提供优良以及优质服务的名誉。也正因为享有这样的声誉，喜诗糖果公司才可以将它的糖果价格订得比生产成本高出许多。这就是经济商誉的精华所在。只要良好的声誉持续不败，这种特殊的价格就可以带来更高的收益。而经济商誉将会在此基础上，与日俱增，带来更可观的效益。

而会计商誉则不会保持相同的水准。因为就会计行为的惯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



例，它会逐渐地摊销而减少。据一般公认的会计原则（CAAP），当一家企业以超过其资产净值（即总资产减去总负债）的价格成交卖出时，这个多出来的价值将被列在资产负债表的栏内，并且定名为商誉。就像其他的资产一样，这个商誉将以四十年的期限来摊还。在每个会计年度，商誉将减少四十分之一的价值，并从盈余里扣除。如蓝筹印花公司以超过喜诗糖果公司有形资产一千七百万美元的价格把它买下来，就意味着蓝筹印花公司在负债表上的资产栏内，就必须列入商誉这一项。在每一年度这个商誉的四十分之一，也就是四十二万五千美元，以盈余的减项为科目从资产负债表上扣除。在年限到期后，喜诗糖果公司的会计商誉就不存在了。但是只要其名声持续不败，它的经济价值就会不断增长。

其次，价值随通货膨胀增加。经济商誉不仅能够带来平均以上的股东权益报酬率，它的价值也会随着通货膨胀而增加，这种升值趋势是必然的，为了详细地阐述经济商誉随通货膨胀而增加的实际情况，巴菲特假设另一家蜜蜂糖果公司与喜特糖果公司的财务运作相比较。喜诗糖果公司是以八百万平均的资产，每年赚进两百万美元。如果蜜蜂糖果公司需要一千八百万美元的资产运作，而收入也是两百万美元的话，那么蜜蜂糖果公司的收益占总资产的11%，由此可见，其商誉远不如喜诗糖果公司。既然蜜蜂糖果公司的获利能力并不突出，那么，如果要转让的话，它可能只值资产总值的一千八百万美元。

由此可知，拥有良好获利能力的企业，往往能够超过资产总值的价格待价而沽。即使这两家公司的收入完全相同，而喜诗糖果公司只有一半的有形资产，巴菲特却以二千一百万美元的价格收购喜诗糖果公司，而这比蜜蜂糖果公司总价值高出七百万美元。巴菲特却有自己独特的见解。他说“如果你相信我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



们住在一个持续通货膨胀的世界里，那么拥有较少资产的喜诗糖果公司比蜜蜂糖果公司有价值，这是肯定的。

为了更了解通货膨胀对这两家公司的影响，我们先考虑通货膨胀使得成本加倍的情形。为了维持相同的获利水准，两家公司都必须将盈余增加到四百万美元，即使销售量不变，毛利也维持相同，要做到这一点并不算太难，只要把价格上涨一倍就可以了。而喜诗糖果公司与蜜蜂糖果公司之间的最大差别在于资产这一项。通货膨胀允许两家公司都提高它们的价格，但是这样做同样需要更多的资本支出。巴菲特指出，如果销售加倍了，那么在存货上就必须投入更多的资金，以保证这样的销售运行。而对通货膨胀，固定资产的反应会比存贷来得慢一些。但是长期而言，工厂和设备终究需要以一些更昂贵的设备更新取代。

由于喜诗糖果公司只以八百万美元的资产就能够获得两百万美元的盈余，因此，如果希望盈余增加到四百万美元，就意味着再增加八百万美元的资本。可是蜜蜂公司要达到这一目标，就必须增加一千八百万美元的资本。而其获利功能仍然达到11%。因此，它的转让价格约为三千六百万美元，也就是说，蜜蜂糖果公司将投入的每份资金都转化成其市场价值。再看看喜诗糖果公司，以一千六百万美元的资本赚得四百万美元的盈余，而它在理论上却拥有五千万美元的价值。巴菲特认为，喜诗糖果公司投入八百万美元的资本就获得一千五百万美元的市场价值。这相当于每投资一块钱就能赚三块钱，甚至还要多。

一般拥有高的固定资产——销售比率的企业通常报酬率都不高。这些企业为了维持正常的营运，要投入大量的资金。在通货膨胀严重时期，这些资产比重高的企业都很难获得足够的现金以求得它们在资金上的平衡。而且这些企业也很少有力量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



再买回自己的股票，以及在实质上提高分给股东的股利。在本质上需要大量资金支出的企业是需要现金者，而不是现金制造者。

尤其在通货膨胀期间，只有极少数的企业能够运用它们的无形资产，即经济商誉，而不是另外投入大量资金的优势，获得可观的利益。随着不受限制盈余的增加，这些企业将会能够增加股利的发放，并且增加持有的股权。

巴菲特说:“在通货膨胀期间,商誉将会使高收益率的公司,持续不断地得到益处。”他对于那些低报酬率的企业的收购或转投资都抱有极小心的态度。拥有喜诗糖果公司才使得巴菲特真正了解到经济商誉的价值。而且在喜诗糖果公司获得的经验,使巴菲特在一些股票投资上赚了大钱。

## 投资组合

沃伦·巴菲特很少或并不采用投资组合管理方式,或者说,起码不会用传统的方法。因而对于投资组合的管理，他有自己独特的方式。

在柏克夏一九九一年的年度报告中，沃伦·巴菲特解释了他如何管理自己所投资的有价证券。如果他被限制只能选择设立在奥玛哈的公司,首先他会确认各个企业的长期表现特质。接着他会判断各个公司的管理品质。最后，他会想办法以合理价格买下一些绩优公司。他说，他并没有兴趣去购买城里每一家公司的股权。而现在，既然他所能选择的公司远远不只在奥玛哈一地，那么他又何必采取其它的策略呢?

七十年代初期,许多年金基金经理人卖掉债券而改买股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



巴菲特也承认，当时的确有许多具有吸引力的公司可以投资，可是只有极少数符合他价格合理的标准。一九七一年，柏克夏所投资的股票总值为一千一百七十万美元。三年之后，在一九七四年空头市场，同一批年金基金经理人只把他们手头上21%的资金投入到价格极低的股市里。另一方面，巴菲特却大量地把柏克夏的资金投入到股市里。到了一九七五年，柏克夏投资的股票总值增加到了三千九百万美元。一九七八年年底，柏克夏所投资的股票，市价达到二亿二千万美元，和一笔价值高达八千七百万美元的未实现收益。在这三年中，道琼斯工业指数从八百五十二点下跌到八百零四点，而柏克夏在普通股上已经实现与未实现获利为一亿一千二百万美元。

柏克夏第一个大量收购股票是华盛顿邮报公司。一九七三年，巴菲特在这家公司投资了一千万美元，而到了一九七七年，他的投资增加到了三千万美元。华盛顿邮报公司是柏克夏购买的第一个出版事业。巴菲特也在广告公司和广播公司上投资。柏克夏当时持有联众集团（Interpublic Group）和奥美（Ogilvy & Mather）两家公司的股票一段时间。在一九八六，柏克夏提供购并首都美国广播公司所需的资金。

一九七八年，沃伦·巴菲特完成了他最大宗的投资，以二千三百八十万美元收购SAFECO公司。根据巴菲特的分析，它是当时全国最好的产物及意外保险公司，甚至比柏克夏自己的产物及意外保险公司还要好。除了这家SAFECO之外，再加上CEICO（政府员工保险公司）里的投资，总共占了柏克夏股市投资的29%。广告、广播以及出版公司占了37%，柏克夏的股市投资，几乎有三分之二都集中在两种产业团体上，即金融和周期性消费产业。

一九八〇年，柏克夏拥有十八家市场价值超过百万美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



公司、除广告、广播、保险以及出版公司之外，沃伦·巴菲特也拥有银行（底特律全国银行）、食品公司（通用食品公司），采矿公司（美国铝业公司）、凯塞尔铝业化学公司、克里夫兰—克里夫钢铁公司、零售商（沃尔沃斯）、服务公司（平克顿）和烟草公司（雷诺烟草公司）。这些就是巴菲特最多元化的投资组合状况。

沃伦·巴菲特一直不曾拥有一家科技公司，他认为自己无法对这类公司有充分的了解，难以做出正确的判断。他也不曾拥有任何公用事业公司。他对于利润固定的行业向来不感兴趣。一九七九年，巴菲特曾对石油行业的阿梅拉克拉-赫斯公司以及八四年的埃克森公司进行短暂的投资。另外，他近年也曾购买一些股票套利。

八十年代中期，柏克夏总共投资了五种股票，即首都/美国广播公司、CEICO、华盛顿邮报公司、哈迪哈曼（Handy & Harman）和里尔西格莱尔。在里尔西格莱尔上的投资是为了套利而作的，而哈迪哈曼是一家生产黄金和银制品的公司，只占柏克夏十九亿投资组合的 2.4%，而三种主要持股是首都/美国广播公司，CEICO 和华盛顿邮报公司。这三家企业共占柏克夏普通股投资组合的 93%，总价值高达十七亿美元。在八六年里，巴菲特还没有找到任何一个同时具有完善的管理系统及价格低廉的优良企业可以吸引他的投资。

一九八七年十月股票市场大跌的期间，股票价格暂时下跌到吸引人的水准，可是巴菲特并没有把握住机会，在股价翻升以前为柏克夏增加股持。年底，柏克夏的持股总值首次超过二十亿美元。然而，令人大为吃惊的是，巴菲特的手中仅持有三种股票，分别是价值十亿美元的首都/美国广播公司，七亿五千万美元的 CEICO 股票，及以三亿二千三百万美元的华盛邮报公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



司。的确，巴菲特所为很令人吃惊，还没有谁能像他这样：把二十亿美元的投资全部集中在三种股票上。

一九八八年，沃伦·巴菲特出色地收购了超过一千四百万美元股价的可口可乐股票。这是他继八六年首都/美国广播公司收购之后的又一件大宗投资。同年底，巴菲特在可口可乐上的投资高达五亿九千二百万美元。次年，又增加了九百一十七万七千五百股折股权，使得柏克夏在可口可乐公司的投资超过了十亿美元。这次的行动是很大胆，但是也带来了高额的利润。到了一九八九年底，柏克夏在可口可乐的未实现收益高达七亿八千万美元。在一九八九年到一九九三年之间，柏克夏渐渐增加持股公司的总数，到九三年年底，巴菲特共持有九家公司的持股。其中可口可乐公司以四十一亿美元的金额成为他最主要的持股，共占了柏克夏投资组合总额的37%，CEICO为十七亿美元，吉列公司为十四亿美元，首都/美国广播公司为十二亿美元，威尔斯法哥银行为八亿七千万百万美元，联邦住宅贷款抵押公司为六亿八千一百万美元，华盛顿邮报公司为四亿四千万美元，通用动力为四亿零一百万美元，健力士为2亿七千万美元。而最主要的四项持股占了柏克夏投资组合的76%。按产业性质来区分。柏克夏的普通股投资组合中，52%是从事日常消费产品的生产，29%是金融业，15%是周期性消费产业，而4%是资本商品。

沃伦·巴菲特通过经验总结，认为优良的企业能使投资人很容易地做出决择。而那些状况不佳的企业，却使投资人犹豫不决。如果投资人不能轻易说服自己做下购买的决定，那么他就会放弃那家公司。巴菲特之所以勇于说不的精神，是因为他记取了与本杰明·格兰姆共事的经验。巴菲特回想向格兰姆推荐股票是件极其困难的事，而且当时他的建议总是被否定。巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



菲特回忆到，格兰姆只有在所有的因素都对他有利的情况下才肯购买股票。而这个说“不”的能力，正是使得投资人能够获利的首要因素。

沃伦·巴菲特之所以能够成功地管理柏克夏的投资组合，主要是他能以不动制万变。当大多数投资人都难抵诱惑，并不断在股市中抢进抢出时，巴菲特却很理智地静观，以静制动。当他在纽约工作的时候，总是有人跑来跟他报明牌，告诉他哪一家公司稳赚不贴。他们都自诩为股市经纪人最好的客户。这些相似的情况给巴菲特许多冷静的沉思。他认为，投资人总是想要买进太多的股票，却不愿意耐心等一家真正值得投资的好公司。而每天抢进抢出决不是聪明的方法。在巴菲特的想法里，买进一家顶尖企业的股票然后长期持有，要比每天到晚在那些不怎么样的股票里忙得晕头转向，绝对是容易得多。巴菲特觉得自己没有那种一天到晚在本来体质不佳、只靠股市涨跌来运作的公司之间打转的才能。有许多投资人一天不买卖就浑身难受，而巴菲特却可以一年都不去动手中的股票。他说：“近乎怠惰地按兵不动，正是我们一贯的投资风格。”

按照沃伦·巴菲特的说法，投资人绝对应该好好守住几种看好的股票，而不应朝秦暮楚在一群体质欠佳的股票里抢进抬出。事实证明，巴菲特的成功主要是建立在九家成功的大宗投资上。根据他的意图，投资人应该假设自己手中只有一张可以打二十个洞的投资决策卡。每作一次投资，就在卡片上打一个洞。相对地，能够作投资决定的次数也就减少一次。巴菲特就此推断：假如投资人真的受到这样的限制，他们就会耐着性子等待绝佳的投资机会的出现。决不会轻易决择。

由于资本所得必须课税，因此，沃伦·巴菲特认为，以财务利益的观点来看，他这种长期持有的策略，比起抢短线的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



资方式更为容易。巴菲特举例说:"假如我们做了一个每年成长的一倍一块钱投资，如果我们在第一个年度结算时出售，我们的净收益为 0.66 元（假定累进税率为 34%）。如果我们继续以每年加保的速度投资，并不断出售和支付税金，然后将收益转为投资，二十年后我们的获利是二万五千二百美元，所支付的总税金为一万三千美元，但是如果我们购买了这项每年成长一倍的一块钱投资，而后放在手中二十年都不动，那么我们的总收益将高达六十九万二千美元。所付的税金为三十五万六千美元，这足以证明长期持有的优势所在，何况在沃伦·巴菲特的投资生涯中，我们已看到这种长期持股的绝对优势。

## 集中与降低

沃伦·巴菲特从自己投资的经验中得知，体质优良、经营得当的企业通常价格都较高。而一旦见到价格低廉的绩优企业，他会毫不犹豫地大量收购。而且他的收购行为完全不受经济景气及市场悲观气氛所影响。只要他相信这项投资是绝对具有吸引力的，他就会大胆购买。巴菲特的这种集中投资的策略，使他获益甚丰。在柏克夏一九九一年的年度报告中，巴菲特对这种投资策略作了更进一步的解释。他引用了凯恩斯的话:"随着年岁增长，我越来越相信，正确的投资方式是把大量的资金，投入到那些你了解，而且对其经营深具信心的企业。有人把资金分散在一些他们所知有限、又缺乏任何买点的投资人上，以为可以以此降低风险。这样的观点其实是错误的……每个人的知识和经验毕竟是有限的，而我也很少能够同时在市场上发现两家或三家以上可以深具信心的企业。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



菲利普·费歇在课堂的教学也促成了沃伦·巴菲特把柏克夏的投资组合集中在少数几家公司上的做法。与凯恩斯一样，菲利普·费歇也同样认为同时拥有太多种的股票会提高投资风险。那些被迫要注意并且分析各种股票的投资经理人，所冒的风险就是把太多的金钱放在不好的投资上面，却没有充裕的资金可以投资在那些真正强势的股票上。对大多数保险公司而言，柏克夏这种大量集中在少数股票的作法并不恰当。而巴菲特的这种高度集中的投资策略，有较高的机会可以获得丰厚的长期收益。当然，由于股票市场起伏不定，他很可能在长期持股这段期间里的某些时候，显得格外有远见，或者就是愚蠢得令人惊讶。不过巴菲特认为，只有集中持股，方能长期获利，而且大大降低了风险。

沃伦·巴菲特对于他所持股的涨跌及市场股价指数的表现的比较，可谓漠不关心。他以营业的实绩来判断股票的好坏，而不是短期的成交价格。巴菲特坚信，只要企业本身拥有杰出的营运绩效，总有一天这种绩效会反映到股票的价格上。

## 保留盈余

沃伦·巴菲特对于符合一般会计原则标准的盈余报告并不特别关心。尽管用于规范盈余申报的会计原则标准，会对柏克夏·哈萨威的财务状况产生错误的判断，他仍然不太关心。

盈余申报方式一般取决于投资人所持有具有表决权股票的百分比。一、如果投资人拥有过半数具表决权股票，根据会计定律，他可以完全合并所有的收益和费用，并扣除那些不属于你的少数股东盈余。二、如果拥有 20%到 10%的具表决权股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



这将假设你对公司的营运有些影响力。投资人的盈余所有权以权益法来计算，这时，不能偏列合并财务报表；只有其盈余部分，才能在财务报表中列示。三、持有表决权股票的比例在20%以下的投资人，只能把属于自己的股利部分，包含在盈余申报里。所有的保留盈余或者是尚未分发的盈余，都不能出现在你的损益表中。柏克夏·哈萨斯所有持股状况都属于第三种。

限于会计原则的规范，柏克夏在普通股上的大额投资对于公司总体盈余的分配，有实质性的影响。现在，柏克夏所持有的普通股的未分配盈余，几乎和它所有的子公司盈余的总和一样多。

比如一九九〇年，柏克夏拥有首都/美国广播公司18%的股权。在该年度里，该公司赚了四亿六千五百万美元。虽然属于柏克夏的盈余高达八千三百万美元，但是它只能够申报五十三万的股利。首都集团18%的股利减去七万美元的税金，柏克夏不能够提列首都/美国广播公司可留作保留盈余的八千二百万美元。

这个会计限制对于多数被迫申报盈余的企业管理者而言，很难接受。但是，沃伦·巴菲特的投资策略并不需要尽可能扩张财务报表帐面的盈余。这些不受柏克夏控制经营的公司，潜在的经济面极佳。巴菲特认为他也能够以较为合理的价格获得该公司的部分所有权。可是他情愿以每股十美元的价格拥有一家绩优公司10%的股份，也不愿以每股二十多美元的价格拥有一家公司的100%的股份。

要是以同样金额投资而言，情愿拥有两美元柏克夏不能公布于财务报表的盈余，也不愿因可以在财务报表公布一美元的盈余而买下它。柏克夏·哈斯威的价值不是取决于它是否能够在财务报表申报保留盈余，而是最后取决于它怎样利用这些保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



留盈余做转投资，以及转投资所能产生的未来盈余。而且盈余的运用远比盈余的公布更重要。

为了使股东的了解清楚柏克夏·哈斯威“未公布”的普通股盈余的价值，沃伦·巴菲特发明了“不透明盈余”这个说法。这种盈余是由它所有子公司的营业收益，包括来自普通股投资得来的盈利，普通股投资中持股公司的保留盈余，以及因支付保留盈余所必须缴纳的税金备金共同组成。每个年度，巴菲特都会提供股东一些相关的表格，来帮助他们了解不透明盈余对于柏克夏·哈萨威所作的贡献。

一九九一年，柏克夏·哈斯威以“投资人”的身份所拥有的保留盈余高达 2 亿三千万美元。扣除保留盈余在分发后所需缴的税金，实际未公布保留盈余为二亿美元。如果把这 2 亿美元加到柏克夏三亿一千六百万美元的营业收益上，那么仅九一年的不透明盈余总额高达五亿一千六百万美元，而巴菲特却说柏克夏该年度盈余的 44%是“冰山一角”只有一小部分露在上面。

一九九三年柏克夏靠投资赚的保留盈余增加到了四亿三千九百万美元，扣除税金之后未公布的盈余为三亿七千八百万美元，柏克夏的不透明盈余其计八亿五千六百万美元。

而沃伦·巴菲特为柏克夏·哈斯威所设定的长期目标是，每年增加平均 15%的实质价值。他坚信，只要不透明盈余每年能够增加 15%，那么柏克夏的规模也就会以相同的速度成长。事实也是如此，按照巴菲特计算，从一九六五年以来，柏克夏不透明盈余的年成长率，随帐面价值的成长为 23%，已超出了沃伦·巴菲特预期的指称。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



# 旅鼠投资

由于金融市场时常发生一些剧烈的变动，便使得专业投资人长久以来对于人类行为心里学理论大感兴趣。本杰明·格兰姆讲了一个寓言来说明投资人的非理性行为。有一位石油探勘者，在上天堂的时候，圣·彼得告诉他一个不好的消息。圣·彼得说："你的确有资格进入天堂，可是你也看到了，分配给石油业者居住的地方已经客满了。我也没有办法把你安插进去。"那个石油探勘者听完，想了一会儿后，便问圣·彼得说："我是否可以跟那些现在住在天堂里的人们讲一句话?"圣·彼得想了想觉得让他讲一句话也没什么，就同意了他的请求。于是，那个石油探勘者就大声喊道："地狱发现石油了!"话音刚落，突然间大门冲开，所有的人蜂涌而出向地狱跑去。这使圣·彼得印象极深，并立刻邀请探勘者搬进天堂。可是，最后那位探勘者犹豫片刻说："不，我想我还是跟那些人一起去好了。"

这则寓言启迪投资者不能人云亦云，盲目投资，像旅鼠那样盲无目的。我们知道旅鼠（lemming）是生长在苔原地区的小型动物，以集体游向大海的举动而闻名。在正常时期，春天是旅鼠的迁移的季节，它们向四处移动，寻找食物和新的住所。然而每隔三四年，就会有奇怪的现象发生。由于繁殖率高而死亡率低，旅鼠的数量与日俱增。当发展到一定程度，旅鼠们开始在夜里有些不寻常的举动。不久，它们就开始在白天出来行动。一旦遇到障碍，它们就越聚越多，直到惊慌失措的反应迫使它们强行越过障碍。当这样的行为增强后，旅鼠们开始向一些它们平常敬而远之的动物挑战，并向大海迁移。虽然有许多旅鼠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



在半途中饿死，或被其它动物吃掉，大多数的旅鼠还是能够到达海边。它们争先恐后地往大海里游去，直到力竭而淹死为止。

动物学家对旅鼠的这一现象进行了研究，结果认为，旅鼠大批量迁移是因为食物供应情况的改变，以及是因为感觉到压力的存在。旅鼠之间互相的排挤和竞争，可能引起荷尔蒙的变化而导致行为的异常。

华尔街上尽是一些受过良好教育，并拥有丰富经验的投资专业人员。他们却没有办法在市场上凝聚一股更合乎逻辑和理性的力量，这使巴菲特甚感费解。事实上，那些占公司所有数最高比例的股票，其股价波动也最厉害。企业的管理阶层无法决定股价。他们只能从公布公司的消息中，希望可以鼓动投资人用理性的行动正确对待市场变化。巴菲特指出，股价的大幅度波动，跟机构投资人旅鼠般的盲目行为有着很大程度上的关系，并不怎么受公司累积收益的影响。

## 谬误分投

沃伦·巴菲特长期持有的投资策略与目前机构投资人的基金经理人的投资思考模式有很大的差异。绝大多数的基金经理人总是在华尔街出现新情况后，迅速更改手中的持股。他们的投资组合不断地在那些主要的大企业之间进行多角化风险分散，他们之所以这样做，其目的很大程度上是为了保证自己，以免跟不上市场。却很少是因为他们意识到那些公司有良好的经济价值。在巴菲特看来，机构投资人是一个矛盾体。他认为，把基金经理人称为投资人，就像把追求一夜风流称为浪漫是一样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



有些人提出批评，他们认为，由于基金经理人不断地设法从事分散化的投资，于是他们比巴菲特更保守。而巴菲特对这种观点却持否定态度。他也承认基金经理人以比较传统的态度从事投资行为，但是他认为，遵照传统并不一定就是保守。保守的行为必须是有事实和推理为依据的。巴菲特不会因为外界因素的干扰，而改变自己的投资方式。不管他是以传统或非传统的方式进行投资，或别人是否认可同意，巴菲特都永远维持他保守经营的方式。

沃伦·巴菲特说，大多数投资组合经理人的表现比那些主要指数还差，并不是因为他们能力不够，而是受了机构投资人决策程序所害。按这种说法，大多数机构投资人的决策，是由那些坚持遵守公认的投资组合必须分散，才能分散风险。团体所制定。那些雇用基金经理人的机构投资人的视投资安全与市场上平均收益为一回事。不管是否合情合理，遵守分散的原则，绝对比个人独立思考更受嘉奖，而格守标准的分散投资组合的基金经理人，不论是否合情合理，他们被嘉奖的机会会超过独立思考的经理人。

最后，巴菲特提出忠告，他说："绝大多数的经理人都缺乏动机做出聪明，但是有可能使自己看起来像是白痴的决择。他们个人的得失太明显。如果采用非传统的决定而获得成功，老板顶多拍一下你的肩背表示赞许，而不幸失败了，他们就一定会立刻请你走人。但是采用传统的决择，即便失败却是能被接受的"。而这种习惯性的接受正体现出分散投资的谬误所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第六章　梦幻投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

巴菲特已练出了一种特殊能力，可以漠视那些他认为对公司只有暂时影响的大环境事件。关键时刻，他能力排众议，克服一般人对威尔斯法哥银行的悲观态度，结果柏克夏在该银行的投资跳升到三倍以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



一般情况下，柏克夏·哈斯威除了部份永久持有的普通股以外，还拥有其他至少五种数量可观的股票。举一九九三年的例子，柏克夏拥有通用动力公司14%、吉列公司11%、威尔斯法哥公司、联邦住宅贷款抵押公司7%和健力士2%的股份。

有人也许不知道“永久持有”和“非永久持有”之间的异同，它们之间的主要差异之一是与管理阶层的那种特殊情分。人们经过许多年来的细心观察，发现长期以来，沃伦·巴菲特不仅与柏克夏永久持有普通股的公司经营者保持商务联系，而且相互帮助，已经发展出了一种真诚的友谊。

当然，它们与管理阶层的特殊情谊关系是影响柏克夏是否出售永久持有普通股的因素，这是肯定的。但这和是否购买永久和非永久持有股票所考虑的因素是相同的。一句话，巴菲特寻找经济状况良好的吸引人的公司，该公司必须由能维护股东各项权益的管理人员，进行操作劳动，且公司的股价必须具有相当的吸引力。

沃伦·巴菲特就是这么个人，一旦他购买了这些公司，他是“相当热中于永久持有此类股票，只要上述公司股票具有令人满意的股东权益报酬率，具有竞争力的经营管理能力，诚实不欺，同时该公司的股票价值也未被市场高估”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



# 吉 列 传 奇

如果你经常看电视。"吉列"这个名字肯定首先让你想到的是刮胡刀。

吉列是出名的国际性的消费品公司。它的经营项目包括制造、销售刀片和剃刀、卫生用品类和化妆品。耐久性的各种产品有：电动刮胡刀、小型家电用品和口腔保健用品。这个公司如今在二十八个国家拥有制造营运据点，且规模较大，产品行销超过二百个国家。就国外而言，商品营运量就占了吉列销售额和盈余 60%以上。

吉列公司创立于本世纪交替之际，创始人叫金·吉列(King C. Gillette)。这个人年轻时侯经常沉思，筹划他的富裕之梦。有个朋友建议他搞这样一种商品——使用一次即丢，且必须经常置换的消费品。当他在做克郎软木塞的业务员时，有一天突发灵感，脑中猛地冒出可丢弃式刮胡刀的奇想。在一九〇三年，他初试身手的公司开始以五美元的价格，一下子销售了二十五片可丢弃的吉列安全剃刀片。

一晃几十年过去了，今天的吉列，在世界上可以说是制造与行销刀片、剃刀方面的霸主厂商。它的市场占有率达 64%，遥遥领先于第二大厂——舒适牌刮胡刀(市场占有率占 13%)。鉴于它领导世界市场的不凡表现，已使得"吉列"在许多种语言中，成为"刮胡刀"的代名词。吉列在欧洲大陆的市场占有率为 70%。在拉丁美州达到 80%，而在东欧、印度和中国大陆的销售市场则正在不断地扩大中。在美国本土每卖出一片吉列刮胡刀片，在海外市场便可卖出五片以上。剃刀刀片的销售金额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



约占公司总销售额的三分之一，并且创造了本公司三分之二的利润。这简直是个奇迹。

吉列公司主宰其产业市场这么久，是很少有公司做到的。它从一九二三年到一九九三年七十年代间都是剃刀和刀片的王牌产品。

“创业容易守业难”。为了维持其宏大霸业，吉列公司在研究改进产品上面投入了数以百万计的美元。即使威金森在一九六二年，首先发展出套式不锈钢刀片，吉列不甘示弱，马上反击，并且认真工作以保持它作为刮胡刀产品的世界领导创新者的地位。一九七二年，吉列发明了普遍受消费者欢迎的双刀锋Trac2. 五年后的一九七七年，公司又引进了旋转刀头式的阿特拉（Atra）剃刀。一九八九年，吉列又发展出极为流行的感应式独立悬吊式刀片。吉列持续不断的成功是来自产品的不断创新，和保护其专利权的结果。

这是一个非常令人高兴的公司，但是吉列也曾在八十年代的初期经历过一段财务困难。它不像其他一些靠运气一夜成功的公司那样，扩充企业规模以壮门面。吉列总是保持它贯有的经营品质。

吉列在八十年代较为困难时期的总经理叫柯尔曼·莫克勒，他采取“精简”式的营运管理，如减低成本、减少劳工的雇用并结束表现不好的业务部门。这一“精兵简政”措施，效果非常明显，年生产力增加6%。

吉列公司暂时的损失是发明便宜且用后可以丢弃剃刀的结果，它使毛利率迅速减少。一九七四年，BIC将可弃式剃刀引进到了希腊。刚开始，很多人都推测这种产品只会占有10%的刮胡刀市场。出乎大家意料，它竟然如同暴风骤雨一般，席卷了50%的市场。吉列，早在六十年代就曾经对威金森引进套式刀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



锋的作为感到惊讶，因此迅速以它自己的可弃式剃刀对 BIC 的威胁进行反击。在强劲的促销声中，吉列很快夺回了市场上的领导宝座。(然而，即使吉列可弃式刮胡刀已属高价位，公司的毛利率亦不可避免地受到损失)。

经过改革的努力，吉列最后以感应式刮胡刀击败了 BIC 公司的强力竞争。

吉列估算出四十五岁以上的男性人口占了将近一半的刮胡刀市场，他们愿意为一支紧贴而平滑舒适的刮胡刀支付较高的价格，而感应式刮胡刀正是这种刮胡刀中的优良品种。由于不愿意冒失去高品质刮胡用品制造者形象的风险，吉列全面停止了那种可抛弃式产品的广告，并且全力以赴，将促销资源用在了感应式刮胡刀上。这种大胆做法虽然冒险，但是很快获得了应有的回馈。

在整个八十年代里，吉列是一家相当有活力，又不断推陈出新的消费品公司。这一点，从公司内部比从公司外部看得更为清楚。

在公司内部，研究发明小组从事发明令人鼓舞的新产品。从外部看，不少投资人也能观察到一些其他东西。因为来自毛利、可抛弃式剃刀的竞争，吉列看起来更像一个成熟、成长缓慢、准备被购并的消费品公司。从一九八一到一九八五年的四年时间里，税前毛利率在 9%和 11%之间徘徊不前。股东权益报酬率(见图 6.1）虽然有 20%，但一直持平，不见进步的迹象。收入的成长也只是一副萎靡不振面貌。在一九八一与一九八五年四年中，年收入以 5.2%的速度增长，销售额几乎没什么变动，年成长率低于 1%，简而言之，公司的营运状况相当糟糕。

就在吉列公司忧心忡忡的日子里，他们吸引了沃伦·巴菲特犀利的目光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



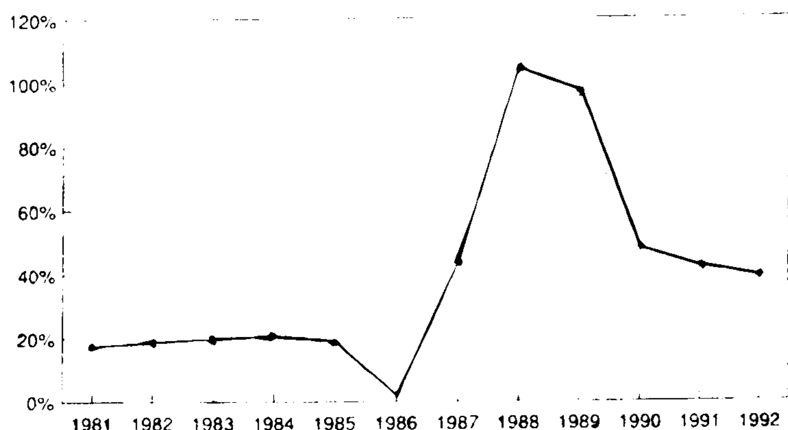



图 6. 1 吉列公司股东权益报酬率

巴菲特打电话给他的一个朋友，约瑟夫·希斯卡——吉列董事会中的一个重要成员，毫不掩饰地表示他愿意提供柏克夏的资金给吉列，以补充其所需要的资本。这简直是雪中送碳！

吉列高高兴兴在一九八九年七月发行六亿美元可转换特别股给柏克夏，而且用此资金偿付借款。巴菲特收到年配息8.75%、十年之内必须强制赎回的可转换股权证，和以每股五十美元的代价转成普通股的权利，价格高于当期股价的20%。

“吉列的生意的确讨我们的欢心”，巴菲特后来写道，“查理和我认为我们了解公司的经济状况，因此相信我们能对它的未来可以有合理而聪明的猜测”。一九八九年，巴菲特如愿以偿地加入吉列的董事会。就在这一年，他们也推出了令人耳目一新的感应式刮胡刀。这两件巧合的喜事皆对公司相当有利（见图6. 2）。

正是由于吉列的可转换特别股的条件，使得巴菲特不能在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



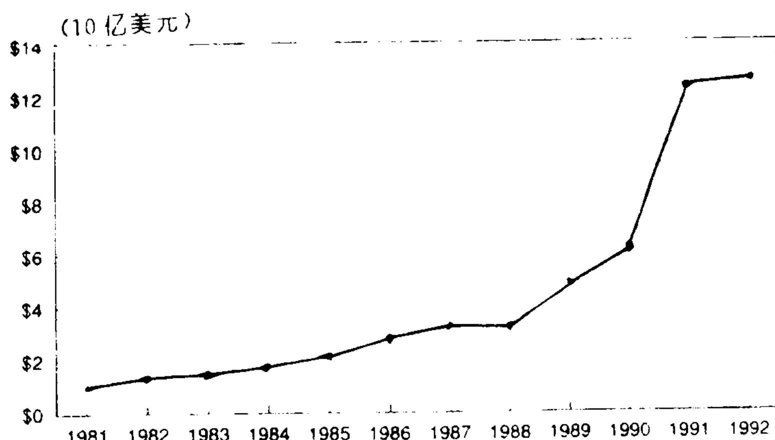



图 6. 2 吉列公司市场价值

两年内进行转换。然而，吉列保有依照票面价格赎回可转换特别股的权利：如果普通股价格连续二十个交易日超过六十五点五美元的话，将可以强迫转换。在推出感应式刮胡刀之后，吉列立刻呈现出一片欣欣向荣的景象。每股盈余开始以每年 20%的速度增长。税前毛利率从 12%增加到 15%，股东权益报酬率到达 40%，是八十年代早期的两倍。

莫克勒在那段一筹莫展的日子里，打发了四个有心并购者，其中在一九八八年时，与康尼斯顿合伙公司的激烈对峙是整个事件的最高潮。吉列就差一点不能赢得股东委托人的投票支持，只获得 52%的支持票。但是同时，公司也强制自己必须以每股四十五美元的代价，买回一千九百万股的股份。吉列流通在外的股份，由 55%降到 35%。在一九八六和一九八八之间，公司用负债取代了十五亿平均的股东权益，使得吉列曾出现一段短期的净负值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



一九九一年二月，公司宣布一股分割为二股的股票分割政策。吉列当时的股价是每股七十三美元。既然它已经超过二十个连续交易日股价在六十二点五美元之上，公司宣布赎回柏克夏的可转换特别股。柏克夏进行转换手续，并且得到一千二百万股吉列普通股，也即吉列能流在外股份的 11%，在不到两年内，柏克夏投资在吉列的六亿美元已经上涨到八十七亿美元，除了股利外，尚有 45%的纯盈利。

既然柏克夏拥有吉列殖利率为 1.7%的普通股，及殖利率 8.75%的可转换特别股，那么他在吉列的投资不仅有着潜在增值性的固定收益有价证券，还具有股权直接赋予的控制能力。如果柏克夏想保有吉列的普通股，则巴菲特需要了解吉列的确是好的投资。

我们知道巴菲特在了解公司时很有一套办法，且公司的远景很光明。

首先，吉列公司财政事务的特性包括：股东权益报酬率和税前的毛利率正在成长。加上公司有调升价格的能力，所以能提高股东权益报酬率，这种情况，这样的事实反映了公司的经济商誉正在成长。

莫克勒有意地减少吉利的长期负债，而且竭力于增加股东权益。简单一点说，公司股票符合了所有值得购买的先决条件。

巴菲特要做的最后一件事，就是决定公司的价值，并借此确保吉列的股价不会被无端的高估。

到了一九九〇年年度，吉列有二亿七千五百万美元的股东盈余。在一九八七年到一九九〇年之间，股东盈余以每年 16%的速度成长。虽然用这段期间来判断公司的成长是嫌太短了一些，但是我们还是能够开始做某些假设。

事实上在一九九一年，巴菲特就曾拿可口可乐和吉列来作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



了比较。他说：

“可口可乐和吉列是世界上最好的两家公司，而且我们预期在未来几年内，它们的盈余会大幅成长。”

我们大家可以回想一下，一九九一年的第一季度，三十年期 美国政府公债利率是8.62%，为了保守估计起见，我们使用9%的贴现率评估吉列。

更为重要的一点是：巴菲特没有把证券的风险贴水加入贴现率之中。吉列像可口可乐一样，潜在盈余的成长超过贴现率，所以我们必须再一次使用二阶段折现模型。如果我们假设十年内有15%的年盈余成长率，之后则以比较缓慢的5%的速度成长。那么在9%的贴现率下，吉列的企业价值近乎是一百六十亿美元。如果我们假设吉列将来的年成长率低于12%，公司的价值大约应该是一百二十六亿；若以10%的速度成长，公司价值会是一百零八亿美元。

我们知道，在大洋彼岸的美国，从一九八四年到一九九〇年间，吉列的平均年获利率为27%。一九八九年，其获利率曾高达48%。（见图6．3）。一九九〇年，在柏克夏转换特别股为普通股之前，吉列股价上涨了28%。一九九一年二月，吉列的股价到达每股（未分割前）七十三美元，创下了的纪录的高点。

在那个时期，公司有九千七百万股股份流通在外面。当柏克夏行使转换权的时候，总股份已经增加到一亿九百万股，吉列股票的市场总价值是八十亿零三千万美元。

所以，我们依据对吉列成长率的假设，在转换特别股的时候，公司的市价是以50%（假定吉列的成长率为15%），或是37%（假定吉列的成长率为12%），或25%折算（如果你假定吉列股东将来的成长率是10%）。在7%的年成长率假设下，吉列的价值为八十五亿美元，和它的市价大致相等。可以看出，无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



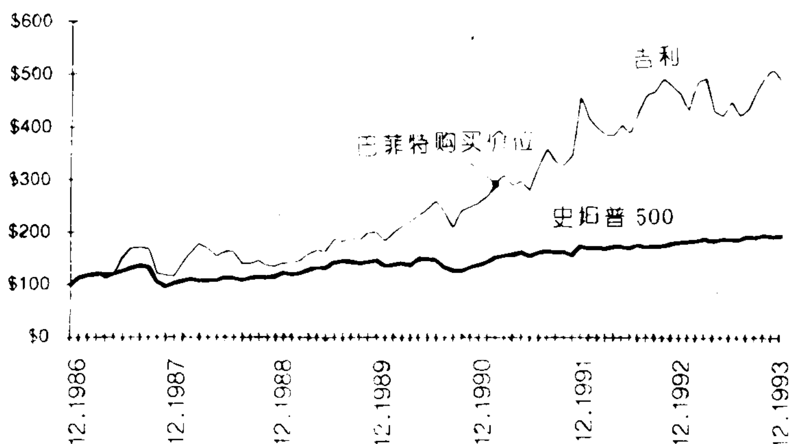



图 6.3 吉利公司普通股股价与史坦普 500 指数之比较

（起始日指数为＄100）

论哪一种假设数值，在一九九一年，相对于这些设定价值，吉列的企业价值并未被无端高估。

一九九二年即将结束的时候，形势有所变动。吉列的股价到达一股五十六美元（在股票未分割前是一百一十二元）。柏克夏的未实现资本利得是七亿六千五百万美元，有 127％的报酬率（以六亿的原始投资来作计算）。从一九八八年到一九九二年间，吉列的市场价值增加了九十三亿美元。

这是一段令吉列激动的日子，事情变得一帆风顺起来。吉列赚进十六亿美元，其中的五亿八千二百万分配给了股东，而保有十亿零一千一百万作为转投资之用。

每保留一美元的盈余，公司的市场价值就增加九点二一元，这种超平均水准的表现反映在和史坦普工业指数的比较上（见图 6.4）。吉列的剃刀刀片事业是国际化的受益者。在发展中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



家里，剃刀刀片的单位销售额成长率是30%，而且当吉列公司打入印度和中国大陆时，应该会继续以该速率成长。剃刀刀片在发展中国家的营业毛利率，虽不像美国一样有40%，但是，平均而言，也可以达到或接近20%。

我们知道，吉列这家企业很典型，初期做的是短锋刀片，毛利较低。后改良剃刀，才有了较高的毛利，使企业日趋壮大。公司为了增加获益，拓宽了销售渠道，改善了毛利。

简单地说，吉列的前景一片光明。巴菲特说："每晚就寝睡觉是件愉快的事，因为知道有二十五亿的男人会在次日早晨刮胡子。"

## 通用效应

通用动力公司营运于两个泾渭分明的产业中。它是美国核子潜艇的领导设计者，建造者以及装甲车辆的制造者，产品包括美国陆军的MIA1和MIA2战车。一九九〇年，它是仅次于麦道企业的美国国防承包者。它为美国提供飞弹系统(战斧、麻雀、螯针和其他先进的巡弋飞弹)、防空系统、太空发射器和战斗机(F－16)。这一年公司的总销售额超过一百亿美元。一九九三年之前，该公司的销售额是三十五亿美元。尽管暂时销售额下跌，股东价值却在这个时期增加了七倍多。

柏林围墙曾经很大程度地阻碍了东西欧的贸易。九〇年，柏林墙倒塌。这是美国长期冷战结束的讯号。苏联瓦解以后，对于每场辛苦赢来的胜利——从一战到越战——美国必须重整它的国防资源。冷战的结束，美国军事工业正值另一阶段的重整。

一九九一年一月，通用动力公司指派威廉·安德斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



(William Anders）任总经理。此刻的通用动力公司的股价位于十年来的最低点，每股仅十九美元。起初，安德森想说服华尔街人士，即使国防预算缩减，通用动力仍能创造更多的实质价值。

他重整旗鼓，希望除去任何财务不利因素。并削减十亿美元的资本支出和研究经费，裁员数千人，并执行以公司股价表现为基础的管理人员薪酬计划。

安德森开始了解国防工业已发生基本的变化，为了生存，通用动力必须采取比较激烈的步骤，而非只是节流而已；尽管开始进行初期改组，国防工业仍然面对严重的产能过剩问题，这样无法使国防工业可以继续进行下去。国防预算的缩减最后会导致公司规模相对缩小，或是促使公司发展多元化，或者涉及非国防工业，再不然就是取得现成较小的国防业务全部的主控权力。

安德森在一九九一年委任顾问作了一项国防工业研究，这项研究的结论告诉人们：国防公司并购非国防企业，其失败率高达 80%，同时还指出：只要国防工业沉重的产能过剩问题未获解决，就无法有效经营下去。安德森认为公司要想成功，就必须合理改革。经过一翻权衡，他决定通用动力将只继续经营合乎下列条件的业务，第一，保持那些市场反应良好的产品，或有市场独占性的产品；第二，产品要能符合规模经济。“即可以平衡研究经费和生产规模，以及经济规模和财务健全之间消长的那些产品”安德森表示，“产量不足的事业将很难逃被卖掉的命运。”

刚开始时，安德森总以为通用会把重心，集中在它的四个营运核心：潜水艇、坦克、飞机及太空系统。恰恰在这些产业中，通用都是市场的领导厂商，而且，安德森判断通用仍会在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



萎缩的国防市场中生存下去。其他的通用企业则被卖掉。

在一九九一年十一月份,通用把它麾下的资料系统公司,以两亿美元的价格卖给电脑科学公司。一九九二年,公司以六亿美元把赛斯那航空公司卖给德克斯朗公司,不久,又把它的飞弹企业卖给休斯航空公司,售价四亿五千万美元。在短短不到六个月里,公司借由销售非核心部门企业,增加了十二亿五千万美元。安德森的这些大胆举动引来华尔街的注目。通用的股价在一九九一年上场了112%。安德斯的下一波行动,则引起了巴菲特的注意。

安德森针对公司持有的现金,宣布公司会首先满足其流动资产的需要。接下来,降低负债以确保财务实力,在减少负债后,通用仍然持有超过需求的现金。

一般说来,在国防预算缩减的状况下,增加产能并没有什么道理,而进入非国防工业的多角化经营又会导致破产。因此,安德森决定使用多余的现金,来为股东造福。一九九二年七月,依据标购的游戏规则,逐步降低价格的拍卖条件,通用动力以每股六五点三七到七二点二五美元之间的价格,购买了它流通在外面的30%的股份一千三百二十万股。安德森的胆识表现出来了。

一九九二年七月二十二日早晨,对安德森来说将是终生难忘的。他接到了沃伦·巴菲特的电话。巴菲特用浑厚的声音告诉他,柏克夏的保险子公司购买了通用四百三十万股股份(见图 6. 4)。巴菲特告诉他,说自己对通用的经营策略留有深刻的印象,他买股票是因为想投资。两月以后,巴菲特宣布只要安德森保有公司的总经理职务,通用动力的董事会将拥有柏克夏股权所代表的表决权。这无疑极大激励了安德森的改革雄心。

最近一段时期,绝大多数的柏克夏普通股股东,没有人不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



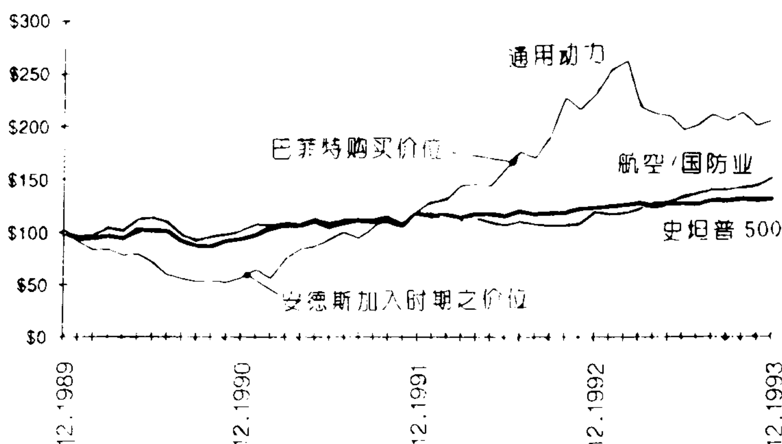



图 6. 4 通用动力普通股股价与史坦普 500 和
航空/国防业指数之比较
(起始日指数为 $ 100)

对巴菲特购买通用动力的股权感到困惑不解。它没有传统巴菲特购买型态的特质，它也不再是简单而可以理解的公司，它也不具有一贯优异的表现。而且，它似乎更没有被看好的长期远景。这个公司不但被政府控制（90%的通用动力公司业务来自政府合约），而且国防工业市场正在日趋萎缩。通用动力公司只有少得可怜的收益，和中下等的股东权益报酬率。除此之外，它未来的现金流量是不可预知的。所以，巴菲特如何能够决定它的价值？难道他看走了眼？

“在购买通用动力公司股票一事上，我们是幸运的。”巴菲特回忆道，“我直到去年夏季才稍微注意公司的动向。当它宣布公司将透过标购，买回大约 30%的股票时，我就料到会有套利的机会。我开始为柏克夏买进该公司的股票，希望赚得微薄的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



利润。”因为他知道这是第一次为了套利而购买，所以不适用柏克夏投资股票的原则，包括财务和营运表现的一些条件。然而，巴菲特却变成了长期的持有者。他说：“但此后，我开始学习了解公司的经营情形，以及比尔·安德森担任通用动力公司总经理的短期表现。我看见的事情，令我眼睛为之一亮。比尔有一条理井然的理性策略；他积极实现其想法，而那成果真是丰硕。”巴菲特不但抛弃了原先套利的想法，反而决定变成长期持有的股东。真乃一招致胜。

有一点很显然，巴菲特对通用动力公司的投资，是对比尔·安德森是否能够抗拒盲从同业不理性行为的一大考验。一些批评家认为安德森已经解体了一个公司，但是，安德森认为只是将公司的未实现价值转换为现金而已。当他在一九九一年就任以后，通用动力公司的市价是帐面价值的 60%。近十年来，相对于其他十家国防工业公司的 17.1%的年平均报酬率，和史坦普工业指数的 17.6%的获利率，通用动力为它的股东创造了 9.1%的年复利报酬率。巴菲特看见一家公司，以低于帐面价值的市价交易，并产生现金流量，且积极展开股权强制过户的方案。此外，最重要的是，经营者不遗余力想方设法地维护股东权益。

尽管通用动力公司稍早就曾认为航空器、太空系统部门会保持其核心地位，但是，安德森决卖掉这些企业。航空器企业卖给了洛克希德。通用动力公司、洛克希德和波音是下一代战斗机 F—22 的合伙人，各自拥有三分之一的股权。如今，洛克希德已经取得通用动力公司里成熟的 F—16 业务，而且在 F—22 计划上，波音变成拥有三分之二强股权的合伙人。太空系统部门则出售给太空发射系统的创造人一马丁·玛丽塔。飞机的销售和太空系统提供了通用动力公司十七亿二千万美元的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



金。

因此，资金流量再度充沛后，公司再一次分配股利给它的股东们。仅一九九三年，四月份，公司发给股东每股二十元的特别股利。七月，公司又发给股东每股十八元的特别股利。此外，到十月时，又发给股东每股十二元的特别股利。一九九三年，公司发给股东的每股特别股利累计达五十美元，而且提高每季支付的股利，从每股 0.4 提高到 0.6 美元。

柏克夏在一九九二年七月到一九九三年底，只要投资每股七十二美元的通用动力股票，柏克夏就能获得 2.6 美元的普通股股利和五十美元平均的特别股利，且其股价上扬到 103 美元。既然安德森开始清算通用动力公司的货币价值，并给予它的股东现金股利，通用动力公司的股票投资收益，不但强过它的同行，并漂亮地超过史坦普工业指数的表现。

人们不禁要问：巴菲特将持有通用动力多久？他告诉人们，他将会在股东权益报酬率令人满意且公司前景看好、市场不高估通用动力公司的股票价值，以及经营者为诚实有才干者的情况下，才继续持有。

就目前的价格下，通用动力是否被高估仍值得怀疑。但是，安德森是诚实且有才干的经营者这一点，是无庸置疑的。安德森与通用动力公司或许会成为教科书里的案例，充分告诉所有的世人，他们如何面对不利的产业情况仍有卓越的经营表现。使人想起“逆境出人才”的古训。

## 独具慧眼

联邦住宅贷款抵押公司（Federal Home Loan Mortgage

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



Corporation，Freddie Mac 佛莱迪麦克）是一家大众持股，由美国国会在一九九〇年特许成立和接受政府赞助的企业。根据法令，它的任务是在次级市场里，主要提供当地居民稳定的住宅抵押业务。佛莱迪麦克购买来自贷方的抵押，集中这些抵押，将他们成组证券化。尔后，将这些抵押证券卖给投资人。借由联合资本市场和抵押资产债权人，佛莱迪麦克能够降低放款者和投资人的成本。最后，降低的成本使得住宅买主能负担得起抵押贷款。

佛莱迪麦克的企业目标非常明确。他们的收益主要来源为利益收益，来源于三方面：第一，公司赚取手续费，用来管理、维护贷方的抵押资产，并向证券投资人保证支付本利。这项可观的手续收入是在抵押保证的期限内赚取，并且也是利差收益构成的最大部分。第二，每个月公司得到来自抵押贷方所支付的本利。在这个利息与本钱尚未送达到抵押证券投资人的手上之前，佛莱迪麦克将它投资于短期证券，赚取投资收益。第三，佛莱迪麦克保有它自己抵押品的一小部分，作为投资组合。这就和任何其他传统的金融机构一样，佛莱迪麦克赚取投资利得，和这种债务成本之间的差价。以上三种收益来源的现金流量创造了整个企业收益。

大约在一九九二年初，传统一代家庭的抵押金额达七千亿美元，其中有64%是经由佛莱迪麦克和它的关系企业弗尼梅证券化并卖出。弗尼梅（联邦国家抵押公司），也是政府的赞助企业，为居住者提供抵押贷款资金的。这两家公司有着相似的结构，相同的业务种类。虽然它们“人在江湖身不由已”地相互竞争，都用高进入障碍的营运手法，迅速成为此成长市场里的两个产品供应独占者。

巴菲特对此现象评价道：“双独占是仅次于垄断。”正由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



它们的主动，和政府赞助的优惠，佛莱迪麦克和弗尼梅双雄并起，比其他公司在进入抵押次级市场方面，握有更大的竞争优势。这种竞争优势，仍会持续下去。

佛莱迪麦克和弗尼梅除了拥有双头独占生产者的地位之外，它们还享有市场逐渐扩大的甜头。在过去的二十年间，传统的一代家庭抵押被卖到次级市场里的比例已经增加不少，预计还会增长。一九九〇年，储贷修正法强制规定：储蓄银行除非拥有分散的抵押证券投资组合，否则必须提列较多的放款损失准备。一般情况下，新法强迫传统的抵押资产提供者，给佛莱迪麦克和弗尼梅企业更多业务，从一九八八年33%到一九九二年60%的抵押须证券化。

早在一九八四年，佛莱迪麦克发行特别股给联邦住宅贷款委员会的会员，也就是说联邦贷款委员会的会员成为提供佛莱迪麦克资金的来源。但股票的所有权却受限于会员。经过了几年，由于股票不能反映公司的潜在价值，佛莱迪麦克决定在纽约股票市场公开上市，拿出沉甸甸的股票让一般老百姓认购。

一九八八年，破天荒地，除了联邦贷款委员会会员能够拥有佛莱迪麦克公司的股票外，投资的群众们也能持有了。这一年，魏斯科相互储金公司增加持有佛莱迪麦克的在外流通股份至4%（见图6.5），而柏克夏·哈斯威因拥有魏斯科80%的股权，也间接地成为佛莱迪麦克股票的受益人。

有一个人曾正确地计算出佛莱迪麦克优于传统的储贷公司，他是相互储金公司的董事长查理·门杰。因为佛莱迪麦克赚取可观的手续费用与差价，并且同时也避开了利率风险（公司保有小量抵押投资组合）。他注意到：佛莱迪麦克比前百分之十的顶尖储贷公司更好。这项证据能在佛莱迪麦克的高股东权益报酬率中很容易找到。相比于大多数的储金和放款，这些报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



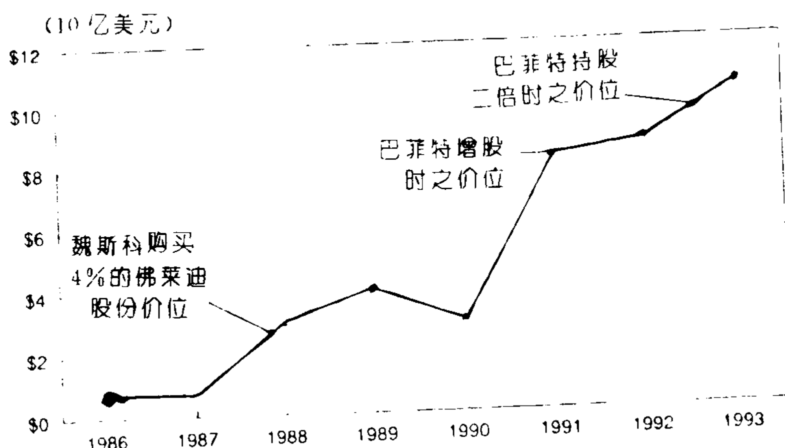



图 6. 5 佛莱迪麦克市场价值

酬能在某种程度上被维持的原因是—佛莱迪麦克不需支付存款利息。仅这一点就是以使不少人成为富翁。

在一九九二年四月，春风得意的佛莱迪麦克以一股分割成三股的比例分割其股权，现在该公司流通在外的股份达一亿八千万股。一九九一年；柏克夏就曾经增加它的佛莱迪麦克持股。一九九二年，巴菲特开始累积额外的股份，到了年底时，柏克夏已经拥有该公司一千六百一十九万六千七百（股份未分割前）股的股份，已是它当初持股数的两倍（见图 6. 5)，这项购买意义非常深远。巴菲特看准了时机，增加三亿三千七百万股的持有股数，股价在此期间已经上升 182%。柏克夏现在拥有 9%的佛莱迪麦克的股份。在达成此股票买卖之前，巴菲特早已经清晰地看到了它的价值。

一九八六年，佛莱迪麦克的净收入是二亿四千七百万美元。一九九一年以前，收益曾经增加到五亿五千五百万美元（见图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



6. 6)。在过去五年来，股东盈余以每年 17%的速率成长。佛莱迪麦克公司的价值，不仅包含其目前盈余的折现，也把公司盈余的未来成长一同纳入考量。我们知道，巴菲特对佛莱迪麦克的长期远景颇为看好。公司赚取股东权益报酬率也高。它是一个具有成长潜力的企业，因为市场上只有两家公司在竞争。公司经营者努力地控制利率风险，以及它勤勉地核对抵押申请人的贷款信用。故而，经营者相信佛莱迪麦克仍会占有未来的市场。

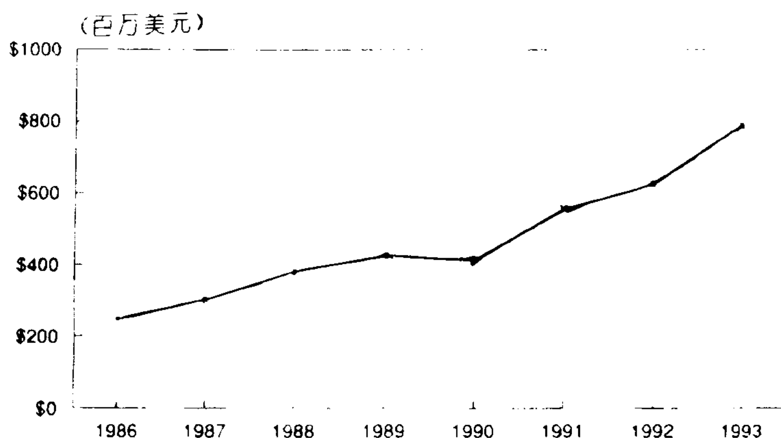



图 6. 6 佛莱迪麦克净收益

如果你使用二阶段折现模型，最能确切评估出佛莱迪麦克的真正价值。我们可以假定佛莱迪麦克的盈余在未来十年的成长率为 15%，然后再以比较缓慢的 5%成长，用 9%的贴现率(三十年期美国政府债券的平均收益)折现一九九一年五亿五千五百万美元的盈余后，佛莱迪麦克在一九九二年的价值是三百二十亿美元；如果假设在第一个阶段以 12%成长，则佛莱迪麦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



克在一九九二年会有二百五十亿美元的价值；如果我们假设在第一阶段是以10%成长，则一九九二年的折现值为二百一十亿；如果我们假设在第一阶段是7%的速度成长—这只是经营者所相信的盈余成长率的一半，佛莱迪麦克的身份为一百七十亿美元。在这个最低的最保守的估计价值之下，巴菲特在一九九二年以公司价值的四三折，买下佛莱迪麦克的股票。

时间为什么选择一九九二，佛莱迪麦克以低于其实质价值的价格进行交易？此刻的投资人在想：也许公司未来无法继续保持它的盈余成长。他们怀疑经营者可能会借由增加自己的有价证券投资组合，或放宽抵押条件来增加信贷及利率风险，但没有证据可以证实这些怀疑。也许因为佛莱迪麦克的股价在一九九一年上涨了182%（见图6. 7），故此，投资人不认为价格会再上涨。无论什么理由，在一九九二年，没有任何证据显示佛莱迪故克的股价被高估。即便我们假定它的盈余每年只有4%的成长率——这在美国国内是很一般的成长率，则它的公司价值在一九九二年仍有一百一十一亿美元。这实在令人吃惊。

试想一下，在一九八九至一九九二年四年间，佛莱迪麦克共赚了二十亿两千八百万美元。在分配过普通股和特别股的股利以后，公司还仍然保有十五亿三千九百万美元。这段期间，公司的市场价值从四十亿三千三百万增加到八十七亿二千三百万美元。公司每保有一美元的盈余，约会增加三点零四美元的市场价值。

人们也许想了解一下佛莱迪麦克公司的历史，它很不寻常。它有点像政府部门的地位使许多投资人感到困惑。由传统只能借由储贷持有公司的特别股，转变到一般大众皆可持有公司的股票，这种转变不是一般所能想到的。也曾有一段不太长的时间，一些人误认为联邦住宅贷款抵押公司和联邦储贷保险公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



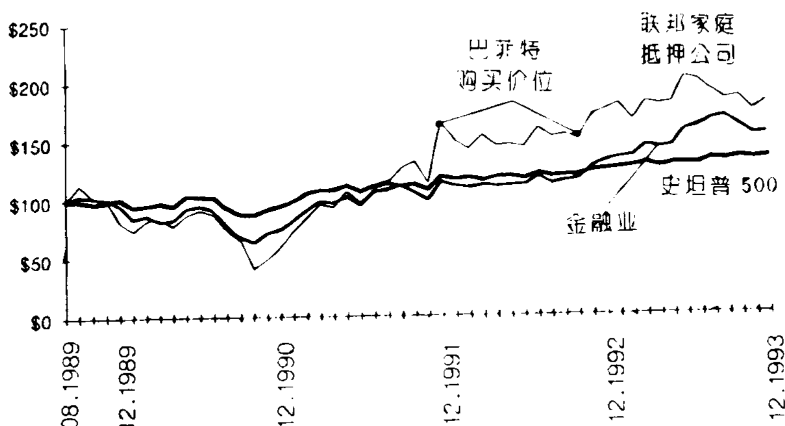



图 6. 7 佛莱迪麦克与史坦普 500 和金融业指数比较

(起始日指数与 $ 100)

注定有相同的命运。巴菲特首先看破了这种困惑。毫无疑问，魏斯科早期对佛莱迪麦克的持股，给与了某种优势，那种优势便是对公司的深切了解。这了解是任何一个肯花时间研究企业的人都会得到的。巴菲特表示："只有当优良的公司被不寻常的讯息包围，导致股价被错误评价的时候，才是真正大好的投资机会。"佛莱迪麦克正是这种不同寻常的股票。股票市场错误公司的价值。那些努力调查，了解公司的投资人，才真正因为有心计而受益。

## 跨 国 握 手

大家知道，健力士 (Guinness) 是一家国际性公司，从事知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



名品牌酒精类饮料的生产、分销和行销业务。在英国，健力士是第四大净出口商，也是第十一大公司。单单就利润而言，健力士是世界最大的酒精类饮料生产公司。它有两个主要的营运公司：联合蒸馏酒制造公司（生产烈酒）和健力士国际酿酒公司（生产酿酒）。

联合蒸馏酒制造公司执苏格兰威士忌酒世界销售之牛耳。它生产世界最畅销的苏格兰威士忌酒，以及其他广受欢迎的苏格兰威士忌酒品牌，包括钟牌（英国最畅销的苏格兰威士忌酒）、德瓦尔白标（美国最畅销，世界销售量第五的苏格兰威士忌酒），和白马陈年老酒（日本最畅销，世界销售量第七的苏格兰威士忌酒）。健力士也生产世界销售量最大的琴酒、戈登琴酒，销售量超越其最大竞争者百分之五十以上。同时也生产美国人广受欢迎的进口琴酒——塔克雷。营业利润方面，在一九九二年，和格兰麦特的五亿零九百万英镑、西葛来姆的四亿七千万英镑，以及莱昂斯联盟的四亿零九百万英镑相比，健力士/联合蒸馏酒制造公司则赚进了七亿六千九百万英镑。

显而易见，健力士国际酿酒公司在产量方面是世界第七大酿酒公司，就营业利润而言则是世界第三大酒厂。健力士的商品分别在四十四个国家酿造，和在超过一百三十个国家销售。健力士主要的酿酒品牌包括世界第一的健力士的黑啤酒，占该公司啤酒产量的40%，健力士也生产竖琴牌和克鲁兹坎伯储藏啤酒，史密斯威克麦酒和凯利伯等。健力士国际酿酒公司的组织划分为四个营运区域：爱尔兰、欧洲、美非和亚太四个地区。该公司在一九九二年的年度销售额为四十三亿六千万英镑，而其营业利润为七亿九千五百万英镑。营业利润的15%来自英国，其余为美国19%，亚太地区20%、欧洲29%，世界其他地区则为17%。其规模可谓宏大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



有一现象很令人困惑，在人们酒喝得越来越少的同时，为什么制酒公司的远景仍被看好？在美国，过去十年有大部分的时间，烈酒的销路以每年三个百分点下滑，全球的销量也不断缩减。在一九九一年，柏克夏买下健力士的那一年里，美国的烈酒销售量下滑一个百分点，为五亿二千五百万箱。然而，当时的健力士总经理安东尼·泰尼特表示，“事实上，在任何企业中，销售量不是企业是否仍有发展机会的理想指标”。

欧美的那些制酒工业已认识到，在美国、英国和北欧等发展已饱和的市场中，消费量渐渐减少的事实。在了解到它们的顾客喝酒减少之后，制酒公司企图说服顾客喝比较好和比较贵的酒。这一经营策略叫做“消费升级”。

世界制酒工业的行销广告用词是：“要过更好的生活，就要喝更好的酒”。这个广告用词同时被推销到世界上已成熟的工业化市场和开发中国家。烈酒公司赚取到暴涨的利润，乃是精细化的广告行销手段，恰巧迎合了开发中国家日益富裕的生活水准所致。当生活水准提高时，泰国、巴西和东欧国家的人则认为饮老牌苏格兰威士忌是成功身分的象征。“健力士有一种了不起的能力，能够把酒当身分表征一般去销售”查理·门杰如此表示，“价格越高，代表地位愈尊贵”。

当然，这种市场在美国稍微显得不振。经济不景气已经迫使消费者认为“价值”商标，比那些高价位品牌来得重要。但是产业专家预测：这种购买模式将只是短暂的。酒和香烟不同，绝大多数的酒品消费具有周期性。重视精神层次和消费者不会因价格感到压力，而对酒品的消费有所影响。

酒公司了解自己的国际商标利润丰厚。它们比大多数其他消费品公司先抓往三个重要的概念。。老字号的产品有增值趋向，新品牌想要强行打入市场几乎是不可能的。最近的一个新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



热门品牌是贝利出品的爱尔兰雪利醇酒，它在一九八〇年进入烈酒市场。

酒公司抓住的第二个概念是：控制产品在国外市场的定价和行销通路，是相当重要的。公司因此很快学习到：一旦酒装了瓶输往国外，它原有的珍贵品牌已不在公司的掌握中，随着新商标的取得，酒公司也取得了分销据点。从一九八六年到一九九一年，健力士已经取得全世界的七百个配给点。

最后一点，酒公司不羞于和它们的竞争对手合作。它们缺乏可口可乐的财务能力、行销系统和资产，酒公司在新市场寻求合资企业。合伙会分散固定成本，但相对地也会分散收益来源。最近，健力士已经与轩尼诗形成25％股权的合作关系。虽然合作企业近来经营颇为吃力，但是轩尼诗有宝贵的国际商标产品，因此其合作是大有前景的。

健力士是柏克夏对外国公司的第一项重大投资。而巴菲特认为健力士和可口可乐以及吉列，是非常类似的公司；而巴菲特在可口可乐和吉列的经验，使他对投资健力士公司非常地放心。虽然可口可乐和吉列一样，其根据地为美国，然而与健力士相同的是，它们大部分的利润仍来自其国际性的营运。巴菲特解释说：

“的确，就赚取利润的地点而言——一个大陆接着一个大陆—可口可乐和健力士表现出强烈的同质性。”

然而，巴菲特很快指出，他不会把这两家公司所生产的饮料给搞混，他仍然是忠实的樱桃可乐迷。

但身为一名投资者，可口可乐和健力士之间的相似点是很明显的。两家公司都销售饮料，可口可乐销售世界第一的不含酒精饮料，健力士销售世界第一的苏格兰威士忌酒和琴酒等含酒精饮料。两家公司都很聪明，都了解到它们的国内市场已趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



饱和，增加利润的最佳途径，就是将钱投资在新的或是正在冒出头的国家。最后一点，两家公司的饮料都是受世界推崇的知名品牌。由于两家公司的饮料产品在市场均有特许权（产品有差异性、独占性），它们不仅在国际上有销售成长的空间，还因为它们在价格上的定价弹性甚大，因此有赚取超出平均获利率的潜力。

几乎所有饮料产品的制造，不论是否为含酒精成分的，都是非常赚钱的生意。健力士是最有利润的饮料公司，仅仅次于可口可乐。自一九八六年购并了联合蒸馏酒制造公司后，健力士的税前毛利率已经稳定地上升。购并之前，健力士只是独立的酿酒公司，当健力士取得联合蒸馏酒制造公司的高毛利率酒业务后，税前的毛利率一跃为两倍。

健力士对它的负债相当负责。在一九八六年收购联合蒸馏酒制造公司之后，健力士的长期负债占资本的 48%。在往后几年里，健力士积极偿还公司的负债。在一九八八年之前，长期负债占资本的 18%，在一九九二年，比例上扬到 29%，但是仍然比一般的饮料公司。

最近的七年，健力士不但能保持低负债比率，还以每年超过二十个百分点的比率，增加公司的净收益。自从买下联合蒸馏酒制造公司后，健力士的利润不断成长，与其竞争对手比起来，超出许多。然而在此时期，销售成长的平均值不到九个百分点，显示出大部分的收益成长是毛利率拉大的结果；到一九九二年，在公司重组之前，利润成长下跌到只有六个百分点。收益成长衰退的原因来自于全球性的经济萧条，特别是在轩尼诗里的百分之二十五股权绩效不良所致。尽管经济不景气，健力士仍然期待能够借由提高其主要烈酒的售价，可以在下一年度增加公司的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



大家知道，饮料企业吸引人的特点之一，尤其是对烈酒和酿酒工业，就是和这项产业产生的现金流量比较起来，它所需要的资本支出和营运资本相当低的。研究的需求不高，而制造费用也仅占销售百分比的一小部分。因此来说，饮料公司的资本回收速度快，而对一般成功的公司来说，包括健力士，资本回收速度是不断上升的。和可口可乐一样，健士力不但享有相当好的经济商誉，同时也致力于增加这项资产的价值。

早在一九九一年，柏克夏哈·斯威以二亿六千四百七十八万二千美元的价格，买下健力士公司三千二百二十四万七千股的股份。虽然巴菲特未曾提及以多少的汇率来换算英镑的成本，我们可以用十二个月的移动平均值来计算，汇率大约是 1.76 美元。相对地，在这个汇率下，每一美元可以兑换五十六便士。柏克夏所持有的健力士股票，每一股的平均成本为 8.47 美元或 4.81 英镑。在一九九一年年底，健力士流通在外的股票为一百九十五万二千股。而巴菲特在考虑购买一股票时，他是以买下整个公司的角度来衡量。虽然他只购买健力士股份的 1.6%，但理论上，他会乐意以相同的价格买下整个公司。一九九一年巴菲特以每股 4.81 英镑买下健力士的股份。以十九亿五千二百万股来算，巴菲特等于是以九十三亿八千九百万英镑买下整个公司。这种创举只有他才能做得出来。

健力士一九九一年的净收益是六亿三千六百万英镑。公司有一亿二千二百万英镑的折旧和分期摊还费用，及二亿两千四百万英镑的资本支出。因此，股东盈余等于五亿三千四百万英镑。这一年美国政府的一般三十年期公债殖利率接近 8.5%。我们也知道，由于利率持续下降，巴菲特倾向于谨慎使用目前政府的公债殖利率。为了保守起见，在这份评估中，我们将使用百分之九的贴现率。如果我们将健力士的股东盈余以百分之九

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的贴现率计算，健力士价值则为五十九亿三千三百万英镑。但是和可口可乐与吉列一样，健力士大部分的价值并不只取决于其目前盈余的折现价值，而是目前盈余的折现价值加上它未来盈余的成长能力。

无论怎么说，在一九八六年收购联合蒸馏酒制造公司之后，健力士的盈余成长以年平均25%的速度增加。然而，在一九九〇和一九九一年之间，盈余减少到只有13%的年增长率，自此之后更持续下跌。

当巴菲特在一九九一年决定购买健力士的时候，他知道公司的盈余成长正从25%下滑，而未来可能会降至较为实际的10%到15%的年增长率。利用二阶段折现模型，我们可以计算出健力士公司的价值。

——如果假设它在未来十年内以平均10%的年增长率缓慢地成长，之后则为5%，并将公司的股东盈余以9%折现，公司的价值为二百零九亿八千三百万英镑。以这个假设的成长率来算，巴菲特等于以其价值的百分之四十四买下了健力士公司。

——如果我们假设在接下来的几年内，公司以更低的5%成长率缓慢成长，则在一九九一年，健力士公司的价值为一百三十三亿五千万英镑。在这低于纪录的平均成长率下，巴菲特以公司价值的七折买下了健力士公司。

大约是几年前，巴菲特承认说由于难以掌握公司的经营状况，他没有兴趣购买外国公司。公司与外国股东之间的沟通，不像国内公司和其国内股东彼此知根知底。然而，他破例了。当然巴菲特颇感安慰的是他体会到，健力士的企业类型和柏克夏持有的最大股份可口可乐相似。了解了可口可乐运作过程，就等于也部分了解了健力士。巴菲特比较容易得出健力士如何可以达成它的目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



他也知道诸如可口可乐、吉列和健力士等拥有高价值特许权的公司，可采取自由的方式经营，而仍然能保持中上的投资报酬率。因此在像健力士这样的公司里，股东并不是非常迫切地必须深入了解公司概况。巴菲特身为这家公司的一名外国股东，或许会比他拥有许多不具健力士般经济吸引力的其他外国公司，更来得自信和踌躇满志。

## 金 融 赢 家

一般说来，通用动力是巴菲特曾经做的投资中最令人困惑的。然而，威尔斯法哥公司可以说是他的最引起争议的一项投资。

一九九〇年十月，巴菲特宣布柏克夏已经购买威尔斯法哥股票五百万股，以每股平均 57. 88 美元来计算，等于投资了两亿八千九百万美元在这家公司（参阅图 6. 8）。柏克夏·哈斯威现在是该银行的最大股东，拥有百分之十的流通在外股份。

一九九〇年的早些时候，威尔斯法哥曾经以每股八十六美元的高价上市，直到投资人开始放弃对加州地区银行和互助储蓄银行的投资。他们有点害怕经济不景气蔓延到西海岸，会导致对商业区和住宅区的不动产市场的大量贷款损失。因威尔斯法哥是加州银行中，拥有最多商业不动产的一家，因此投资人卖出该公司的股票，而卖空者的行为更加剧其下跌的趋势。威尔斯法哥股票于十月的卖空收益高达 77%，差不多就在同时，巴菲特见时机成熟，开始购买它的股票。

接着的几个月，柏克夏就声称已经成为这家银行的一个主要股东，威尔斯法哥似乎面临重大抉择。一方面，巴菲特对股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



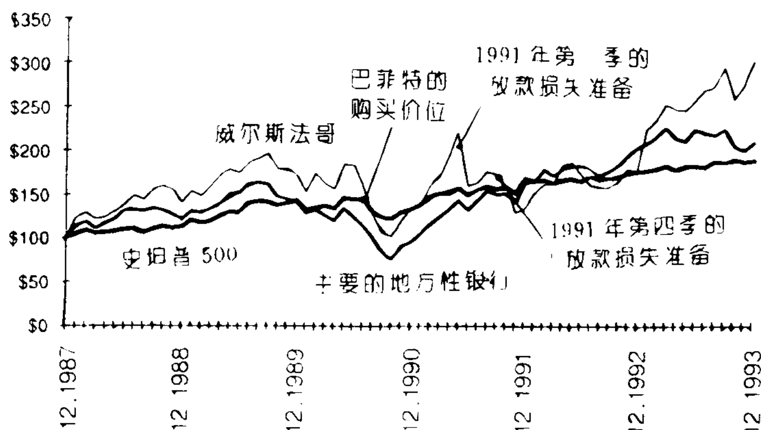



**图 6．8　威尔斯法哥的普通股股价与史坦普 500 和地区性银行业指数之比较（起始日指数为＄100）**

市抱持多头的观点，花两亿八千九百万美元打赌威尔斯法哥的价值会增加。另一方面，投机者是卖空看跌，打赌威尔斯法哥股价必定将进一步下跌，因为它在本年度已经下跌了 49%。费西巴哈兄弟——美国最大的卖空者——与巴菲特看法正相反。汤姆·巴顿则表示："威尔斯法哥是死定了，"汤姆·巴顿是为弗西巴哈兄弟工作的达拉斯财务主管。"我不认为声称它们为破产大王是正确的，但是我认为它们离破产也不远了。"也就是说，巴顿认为威尔斯法哥会跌到只剩百分之十几的价格。

而乔治·沙劳表示："巴菲特是出了名的讨价还价者，也是长期投资者。"乔治·沙劳是保德信证券公司的证券分析师，"但是，加州有可能会变成另外一个德州。"乔治·沙劳所讲的，正是那些曾经在能源价格下滑期间，在德州发生的银行倒闭事件。在贝伦的约翰·利西欧表示："巴菲特毋须担心谁在长期挥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



霍他的金钱。”“只要他不要一直试着选择去买处于谷底价位的银行股。”

众所周知，巴菲特对银行业务非常熟悉。一九六九年，柏克夏·哈斯威购买伊利诺州国家银行信托公司百分之九十八的股权。一九七九年，银行股票法案要求柏克夏撤掉所有银行的持股之前，巴菲特在柏克夏的年报里，每季都会报导在银行投资的销售额与盈余。银行在柏克夏年报里的地位，已取代了柏克夏其他的控股对象。

有两个人帮了巴菲特的忙。杰克·林华特帮巴菲特了解保险企业的复杂性，而伊利诺州国家银行的主席阿贝格，则教他相关的银行业务。

巴菲特学到一件事实：银行是有利润的企业，只要经营者谨慎信用放款，且尽量缩减成本。巴菲特表示，我们的经验是：一个习惯用高成本运作企业的经营者，在寻找增加间接费用的方法上，总有不寻常的能力，“然而，一家营运艰难的企业，它的经营者通常会想要继续发现另外可以缩减营运成本的方法，即使和竞争者相比，其成本已经较低了。在这方面，无人能超越阿贝格。”

“银行要成为一个良好的投资目标，这并不是不可能。”巴菲特这么认为。如果经营者做他该做的事情，银行就能产生百分之二十的股东权益报酬率。虽然这比可口可乐或吉列赚得少，但它的股东权益报酬率还是高于大多数企业的平均值。巴菲特解释：“如果你是一个银行家，不必要求在你的行业里数一数二。”“你要做的事是：管理你的资产、负债和成本。银行就像保险家，是一个商品企业。而且正如我们所知，在商品企业，经营者的一举一动时常是企业最引人注意的一个特色。在这方面，巴菲特在挑选银行投资时，是挑选经营者最好的银行。”他后来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



说。

“与威尔斯法哥一起，我们认为我们已经获得这产业中最好的经营者——卡尔·理查德和保罗·海山。从许多方面来看，卡尔和保罗的组合，使我想起另外一组优秀的管理搭档——首都/美国广播公司的汤姆·墨非和丹·柏克。每一对搭档组合都强过他们公司其他力量的总和。”

卡尔·理查德成为威尔斯法哥企业的董事长，是一九八三年的事。他开始决心不惜血汗，要把死气沉沉的银行转变成会赚钱的大企业。他的努力很快得以回报，从一九八三年到一九九〇年七年间，威尔斯法哥的平均获利率为1．3%，而且平均股东权益报酬率是15．2%。一九九〇年，威尔斯法哥以五百六十亿美元的资产，成为全美第十大银行，充分显示出卡尔·理查德的管理水平。理查德，就像巴菲特喜欢赞美的许多经营者一样，深具理性和睿智。

虽然理查德尚未着手进行股票买回或发放特别股利的计划(这些全是有利于股东的措施)，他已经使公司的股东获利了。与首都/美国广播公司的汤姆·墨非一样，理查德也是缩减成本的经营传奇之一。一旦成本被控制住，理查德从不让成本再度增加，他持续改善了威尔斯法哥的获利情况。

在衡量银行的经营效率时，分析师可以比较公司和非利息支出占公司净利息收入的比例，这个比例是用来测量银行的营运费用占净利息收入的百分比。威尔斯法哥的营业效率是百分之二十至三十，比第一州际银行或美国银行还好（见图6．9）。

理查德经营威尔斯法哥的方法，就像其他企业家经营他们的企业一样。他说：“我们试着像是经营一家企业来管理这个公司，二加二等于四，而不是七或八。”巴菲特在一九九〇年买进威尔斯法哥的时候，该银行是国内任何主要银行中，对商业不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



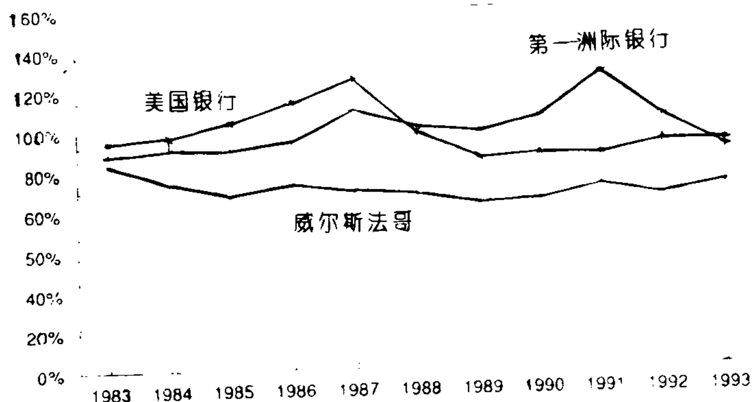



图 6. 9 美国银行、第一州际银行和威尔斯法哥三家银行，
非利息费用占公司净利息收入的百分比。

动产放款最高的银行。威尔斯法哥的商业放款高达一百四十五亿美元，是它股东权益的五倍。当时加州经济的不景气正在恶化，分析师推算银行的商业放款中，有一大部分将成为呆帐。它也正是导致威尔斯法哥的股价在一九九〇、一九九一年下跌的原因。

这时联邦储贷保险公司的崩溃，给金融界敲了警钟。金融检查人员严格地分析威尔斯法哥的贷款投资组合，他们迫使银行在一九九一年拨出十三亿美元作为呆帐准备，并在下一年度再提列十二亿美元作为该年的呆帐准备。因为准备金是每季拨出，投资人开始对每次的提列金额感到神经紧张。银行并非一次足额提到放款损失准备金，而是在二年内慢慢提到。投资人开始对银行是否会继续撑到它的放款问题获得解决，真切地感到怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



事后巴菲特不得不承认："我低估了加州的经济不景气，和那些公司的不动产问题。"

一九九〇年柏克夏宣布它拥有威尔斯法哥的所有权之后，股价明显地在一九九一年初上扬，达到每股九十八美元，为柏克夏赚取了两亿美元的利润。但好景不长，在一九九一年六月，银行宣布另外一笔放款损失准备的提列，造成股价在两天之内一落千丈，下跌十三点（或十三美元），成为每股七十四美元。尽管股价在一九九一年的第四季后稍微有所回升，但可以明显地看出：威尔斯法哥必须为它的放款损失再增拨另外一笔准备金，这将使盈余减少。在一九九一年年底，威尔斯法哥的股价以每股五十八美元收盘。此后，柏克夏对威尔斯法哥的投资是损益平稳。真应了那句话：向银行拔毛，有点异想天开。

威尔斯法哥在一九九〇年赚了七亿一千一百万美元，比一九八九年增加了百分之十八。一九九一年，因为提列了放款损失准备，威尔斯法哥只赚进两千一百万美元。在一九九二年，公司盈余小幅度增加为两亿八千三百万美元，但仍然小于公司前两年盈余的一半。银行的盈余和它的放款损失之间的关系是互为消失的（见图 6. 10），这点并不足为奇。

但是，如果你将威尔斯法哥的放款损失准备从公司的损益表移开不看，你会真切地看到公司的盈余动力（见图 6. 11）。自一九八三年以后，银行的净利息收入已经以 11. 3%的速度成长，而它的非利息收入（投资费用、信托收入、存款管理费用），也已经以 15. 3%的速度增加。如果不考虑在一九九一、一九九二年所提到的放款损失准备，银行大约有赚进十亿美元的盈余获利能力了。

当柏克夏·哈斯威在一九九〇开始购买威尔斯法哥股票的时候，该公司在上一年度已经赚过六亿美元。一九九〇年，三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



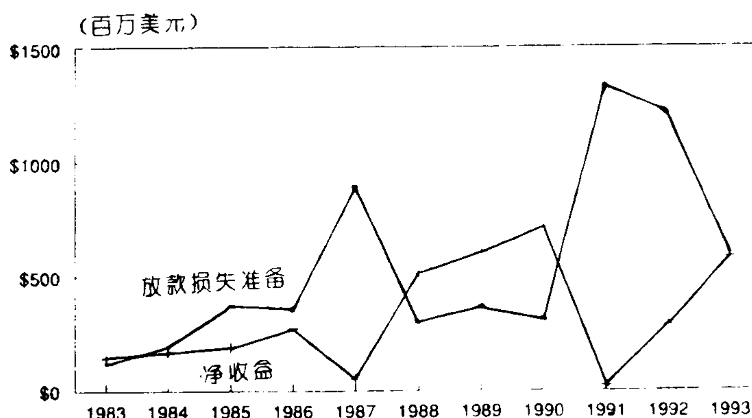



图 6. 10　威尔斯法哥的放款损失准备与净收益

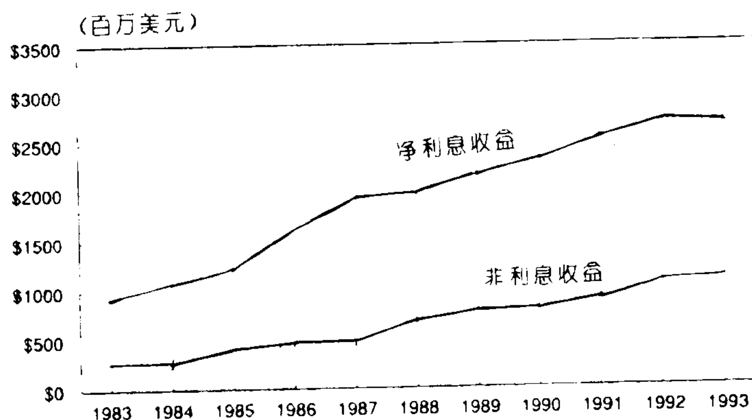



图 6. 11　威尔斯法哥的净利息与非利息收益

十年期美国政府债券的平均收益大约是 8. 5%。为了保守起见，我们可以将威尔斯法哥在一九八九年的盈余六亿美元以 9%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



贴现率折现，得到银行价值约为六十六亿美元。如果银行在未来三十年内，每年的盈余至少超过六亿美金，它最少也获得六十六亿美元的价值。当巴菲特在一九九〇年购买威尔斯法哥银行股票的时候，它的每股购进价格为五十八美元。以五千二百万股流通在外股票来计算，这等于以五五折的实质价值购进股权，即支付三十亿美元购买。

然而，争议的焦点在于此：究竟在考虑它所有的放款问题之后，威尔斯法哥是否还有赚取盈余的能力。一些卖空者认为它没这种能力，而巴菲特认为它有。

他知道持有威尔斯法哥的股票并不是毫无风险。这就是他为柏克夏·哈斯威建立的理性购买模式。巴菲特表示：

“加州银行所面对的主要风险是地震，除了危及贷款者，也破坏了借款给他们的银行，它所面对的第二个主要风险是系统性的，包括一企业萎缩的可能性或严重的财务恐慌，以致不论经营者多么精明地管理它，它几乎仍会危及每一个靠高负债运作的组织。”

巴菲特的判断使他发生这两种重大风险的可能性不高。但是，他仍然有一个重大的风险，“市场最惧怕的莫过于西岸的不动产值将会下挫，因为房屋兴建过剩，而且会造成提供融资扩张的银行极大的损失。因为威尔斯法哥银行是不动产贷款的领导业者，它被认为尤其容易因此而受到伤害。”

巴菲特知道威尔斯法哥每年在支付平均三亿美元的贷款损失费用之后，仍赚进十亿美元的税前盈余。他计算出如果银行在四百八十亿美元的贷款里，不只包括商业性的不动产放款，也包含了其他所有银行放款，其中百分之十是一九九一年的问题放款，并因此产生损失，包括利息损失，平均为放款本金的百分之三十，则威尔斯法哥会达到捐赠益平衡点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



依他的判断，这发生的可能性很低。即使威尔斯法哥一年没有赚钱，这想法也不会令人沮丧。巴菲特说："在柏克夏，我们喜欢收购或投资的资本方案，是该年末赚取分文，但预期未来它的股东权益可能成长 20%的企业。"当他能够以威尔斯法哥五折的公司价值购买该公司股票的时候，威尔斯法哥对巴菲特的吸引力反而更强烈了。

"银行业不一定经营不善，可是它经常就是如此，"巴菲特说，"有许多愚蠢的事是银行业者可以避免掉的，但它们却常常干下这些蠢事。"

巴菲特描述高风险放款就是一例。当他购买威尔斯法哥的时候，他打赌理查德不是愚蠢的银行家。"所有的赌注都摆在经营者的品质上"，查理·门杰说，"我们认为他们将会比别人更快、更好地定位问题。"柏克夏的赌注是值得的。一九九三年年底，威尔斯法哥股票的每股价格达到一百三十七美元。

沃伦·巴菲特对威尔斯法哥的信心继续增长着。一九九二年，柏克夏买进更多该银行的股票，使持股增加到六百三十万股，占威尔斯法哥股份的 11.5%。然后他就利用自联邦准备局拿到的清算超额准备金，再买进该银行的股票，使他在威尔斯法哥银行的股份累加到 22%。一九九三年十一月，柏克夏再度增加了威尔斯法哥的持股，以每股介于一百零六美元和一百一十美元之间的价格买进。巴菲特表示：

"我不想要开始吹嘘威尔斯法哥的股票或任何事，我只是认为它是真正的好企业，有最好的经营者，价格也合理。通常也就是这种情况，投资人可以赚得更多的钱。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第七章　1994：大收购行动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

只有当优良的公司被不寻常的讯息包围，导致股价被错识评评价的时候，才是真正大好的投资机会。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



一九九四年全美股票市场的报酬率走低，许多人为此一筹莫展。而巴菲特在这年却忙得不亦乐乎。

事实就是这样，每当市场不景气时，也就是巴菲特大张旗鼓之时。柏克夏·哈斯威在一九九四下半年，进行了四个重要而特别的收购。

巴菲特长久很看好大众传播和出版事业的前景，因此他买进了加内公司——美国最大的报纸发行企业，4.9%的股份，他也买进匹兹堡的大型地方银行——匹兹堡国民银行 8.3%的股份。

巴菲特在所罗门公司的巨大投资，是出人意料的事。除了原来已有价值七亿美元的可转换特别股，现又加上六百六十万股普通股。最后一项是在一九九四年夏季，柏克夏转换手上的美国运通特别股为普通股。

之后从一九九四年下半年到一九九五年第一季度，巴菲特一直持续买进美国运通的股份。

总计，巴菲特在该公司共投资了十三亿六千万美元。从他在一九八八和一九八九买进可口可乐之后，这是柏克夏第一个十亿美元以上的大投资。

沃尔特·迪斯尼公司收购首都/美国广播公司，为巴菲特带来了一个惊人的机会。柏克夏持有两千万股首都的股票并以每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



股十七点二五美元买进，现在每股超过一百二十美元。虽购并事件允许首都的股东获得较多的迪斯尼股票或现金（视情况而定），但柏克夏坚持每股至少六十五美元，而且以一股首都股票换一股迪斯尼股票。

巴菲特摇身一变成了迪斯尼公司的第二大股东，拥有十三亿美元。

## 出奇制胜

加内公司是总价七十七亿美元，是采取分散化经营的新闻和大众传播公司。主要经营包括报纸出版、电台和户外广告。加内是美国最大的报业集团，有八十二种日报、五十种刊物，以及闻名世界的《今日美国》和《周末美国》。其中，《今日美国》迅速成为美国全国性日报。一九九四年加内公司发行销售的报纸，每天平均超过六百三十万份。

加内麾下有十家电视台，分别位于凤凰城、丹佛、华盛顿特区、亚特兰大、杰克森维尔和其他城市。该公司也经营六个调频广播电台和五个调幅广播电台，分散在洛杉矶、圣地亚哥、檀波——圣彼得堡、芝加哥、达拉斯和休斯顿。

此外，加内公司也是北美最大的产外广告集团，在美国国内十一个州和加拿大都有营运工程。

在八十年代中期，整体报业的股东权益报酬率的确比较高，平均接近19%，到一九九〇年就开始下降（见图7.1）。即使在那时这个行业的股东权益报酬率平均为13%，还是优于大部分企业的10%。如同其他报界同行，加内的股东权益报酬率也下降了。但与众不同，它迅速重组，到一九九三年它将股东权益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



报酬率拉高到刷新的 23%。

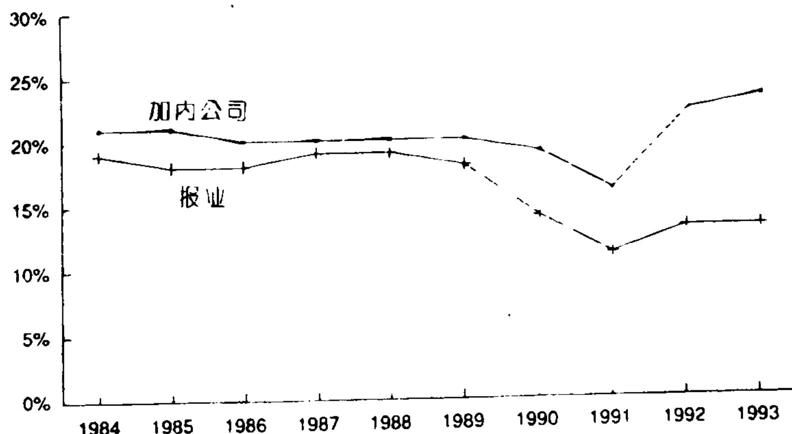



图 7. 1 加内公司与报业股东权益报酬率

巴菲特认为报纸和电视台是很容易了解的行业。他拥有华盛顿邮报公司和《水牛城新闻报》二十年以上，最近的十年又拥有首都/美国广播公司。这些经验不只使他有资格成为加内的股东，而且完全在他的“竞争优势圈”内。

报纸和电视台蓬勃发展的时期是一九七三年到一九八七年那十几年。那时报纸是地方性和全国性广告的重要媒介，并经常利用这项优势调高广告费。每当经济迟缓，连带影响到发行量和分类广告收入时，报纸就靠提高广告费以获取成长。在同时期有线电视台也是低度竞争下的受益者。虽然那时有线电视的基本收购户正逐渐扩展，无线电视广播网仍是接触多数观众的主要渠道。

八十年代晚期，这种情况才开始逐渐改变。经济的不景气，导致企业的广告预算明显缩小。此外，企业也开始试验转移广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



告经费到其他媒体上。直接由寄广告传单、夹报传单和目标行销都转移了对传统报纸广告的倚重，而有线电视广告的效果也和无线电视不分上下。

起初一些分析家和传播公司都不确知这项改变的因素。这到底只是经营紧缩的结果呢？还是广告界的永久性变革，显示广告已发现成本率更高的方法去接触消费者。不管是哪一种解释，报界和传播业都了解它们无法再主控市场，因而不得不减缓费率的调涨，开始为争取广告而苦战。

当然，竞争无可避免地会对公司的收入和利润造成压力，报业也不例外。“市场先生”如往常一样既兴奋又绝望。当报界和媒体业开始报出较低的相对收益时，“市场先生”的热情果然开始紧缩，这些企业的价码立刻下降。“市场先生”在高峰和谷底时总是反应过度。

管理阶层不论时机好坏都严格地控制成本，这是加内公司能享有较高股东权益报酬率的原因之出。在八十年代末，加内公司的董事长兼总经理杰克·考利在一九八六年接管后，立刻大刀阔斧地大幅削减公司支出。加内公司的支出和总销售额的比例（百分比）接近 2.3%。一九九三年，这个比例掉到 2.8%，和同业的毛利率比较，更加突出。目前加内的毛利率是 11%，高出平均值 4%。

应该说，加内的成功绝大部分要归功于考利。他的前任艾伦·纽哈特是扩张加内的始作俑者。纽哈特公然使用加内的产权来收购其他报纸。事实上加内平均流通在外股数从一九七四年的九千四百万股膨胀到一九八七年的一亿六千二百万股。考利自一九八六年就任总经理以来表现谨慎灵敏，注重股东报酬率而非扩张。一九九四年加内自己投资三亿九千九百万美元，以平均每股五十美元的价位买回八百万股。考利说：“我认为我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的股价是众人信服的。”

加内的股东盈余（净收入减掉资本支出，再加回折旧），在过去十年中，每年成长12%，加内一九九三年的股东盈余达四亿七千四百万美元。巴菲特以当时的二十年期美国国库券利率来折现股东盈余。然而当利率周期性降低时，他就调整占现率，例如发生在一九九四年的案例。一九九四年第四季度长期债券的利率在7.5%和8%附近盘旋。

假如我们以保守的10%贴现率，假设加内的股东盈余在未来十年持续成长12%，第十一年较迟缓为5%，那么加内未来的折现价值约为一百七十亿美元，或每股一百二十二美元。若我们假设加内将只持续成长10%，第十一年仍维持5%的成长率，则加内的折现价价值为一百四十六亿美元，或每股一百零四美元。

就在一九九四年下半年，加内的上市股价，每股稳定在于45——50美元之间（见图7. 2）。巴菲特花在加内的平均成本是每股48美元。假如成长率为12%，巴菲特相当于以加内实质价值的六折买进该公司的股票。若是10%，巴菲特则是以五四折买进。不管是哪一种情况，巴菲特的投资都能达到简明的安全线。

加内可谓是巴菲特的典型投资。买进他容易了解的公司，而且前景光明，又有负责、理智的管理人员，他则以非常合理的股价买进。当其他人意识到这个行业只有每况愈下，前景黯淡，且疯狂廉价倾销他们在报纸企业的投资时，巴菲特开始着手计算加内的价值，即使它真的面临竞争和考验。“市场先生”的冲动情绪再一次跑向极端，巴菲特因此又捡到了很大的便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



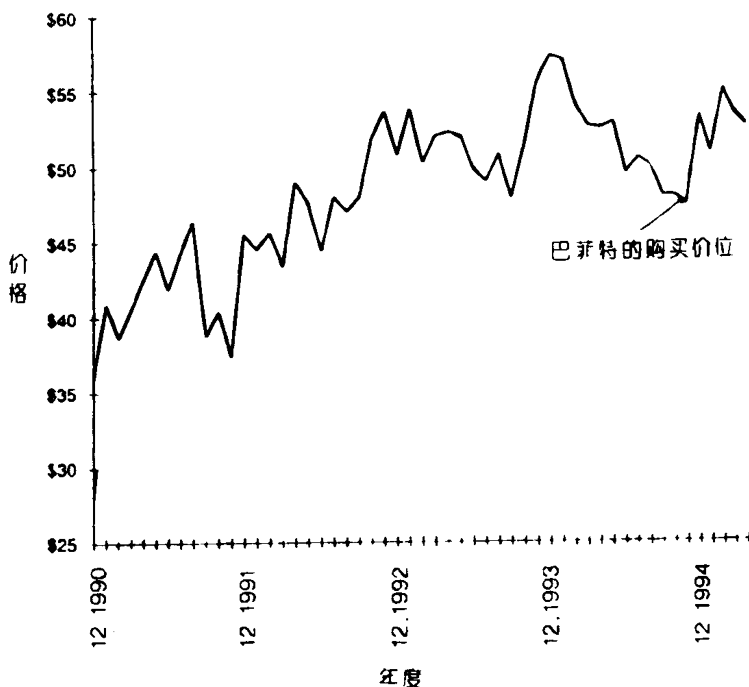



图 7.2　加内公司之普通股股价

# 险中获利

匹兹堡国民银行企业(PNC Bank Corporation)是全美十二大银行控股公司，其资产为六百四十亿美元。股东权益可达四十四亿美元。PNC 银行企业是匹兹堡国民企业和位于费城和公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



积国家银行合并的结果。

匹兹堡国民企业与费城的公积国家银行合并后的PNC一直以收购和设立非银行业的子公司稳定持续扩展。今天的PNC的分支机构北至马萨诸塞州，西至俄亥俄州，南至肯塔基州，东达新泽西州均可见其踪影。PNC透过四种业务提供顾客多样广泛的金融服务以及产品：普通的借贷、存款和付款系统给个人和小型企业；公司银行业务则提供传统融资、财务管理和其他金融服务给企业或政府单位。此银行的典型公司客户行业涵盖医疗保健、天然资源、房地产和电脑通讯业，它们的年销售额从五百万到两亿五千万美元，甚至更多。零售银行业务和公司银行业务二者结合起来，共占PNC商业盈余的大部分，一九九三年占总盈余的70%，一九九四年占90%以上。成为PNC的支柱。

PNC的第三种业务是：投资管理和信托。主要提供投资咨询、资产管理和监护保管等服务，对象包括个人、机构和共同基金。PNC的投资管理和信托部门，称得上是美国赞助投资研究的最大资金供应银行之一。有超过两百四十五家的投资研究金融机构购买PNC。它在共同基金银行经理人当中名列第二，在全美银行投资经理人中排行第九，而在所有投资经理人当中排名第三十二。

在PNC管理下的资产不断成长着。一九九五年第一季度，它完成对黑石财务管理公司的收购，它是一家位于纽约的投资管理公司，手下管理的资产超过两百四十亿美元。

许多研究金融业的分析家最近开始重视银行的收费业务。当然，其业务的盈余很容易预测，有助于缓和银行因贷款投资组合产生的不规则盈余。PNC的投资管理和信托部门很有吸引力，但这部分业务在一九九三年只占银行盈余的7%，一九九四

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



年为 9%。

巴菲特会注意到 PNC，完全因为这个投资银行在一九九四年的失败。它的第四种业务是投资银行业务，负责管理该银行的资产——负债。还管理银行的证券财务状况。投资银行的业务也包括为超过两百个的有照经纪人提供经纪服务，以及投机性资本投资和公司、政府金融服务，等等。除此之外，PNC 的银行投资业务承也销医疗保健业、大学和学院的收益债券，是最大的银行承销者之一 。

它长时间地拥有比其他银行更可观的有价证券投资组合。我们可以在匹兹保呈周期性景气循环的钢铁工业中找到原因。

为抵销经济迟缓和影响，该银行的传统是靠有价证券投资组合来弥补贷款需求的降低，今日虽然匹兹堡的经济已多元化，不再依赖钢铁业，PNC 仍拥有大笔的有价证券投资组合。一九九四年 PNC 资产中的 39%是有价证券投资组合，59%是贷款。这与 PNC 的地方性银行同行，实在大相径庭，它们的平均值分别是前者 20%，后者 75%。

一般说来，拥有大量的有价证券投资组合不一定说不好。如果是负责的银行能够轧平资产和负债就有利可图。只是大量的债券投资组合经常因为利率的变化带来风险。利率一改变，银行的资产和负债就无法平衡。

利率如下扬，金融股股价就下落，尤其是银行股。

PNC 在一九九四就陷入这种困境，它为了在降低的利率中获利，一直有意不轧平资产和负债。前三年这个策略都很吃香。但一九九四年，利率开始上扬了，使经济学家大跌眼镜的是，美国联邦储备局在这一年中调高利率七次，债券市场经历了自经济大萧条以来最惨的表现。和此时债券市场的损失相比，一九八七年股市的出清抛售都不算什么了。PNC 的投资银行业务部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



门这一次宣布损失一亿三千六百万美元。

与此同时，几个主要的地方性银行从一九九一年到一九九三年，都遥遥领先史坦普五百种股票指数，却在一九九四年开始直线下滑（见图 7.3）。

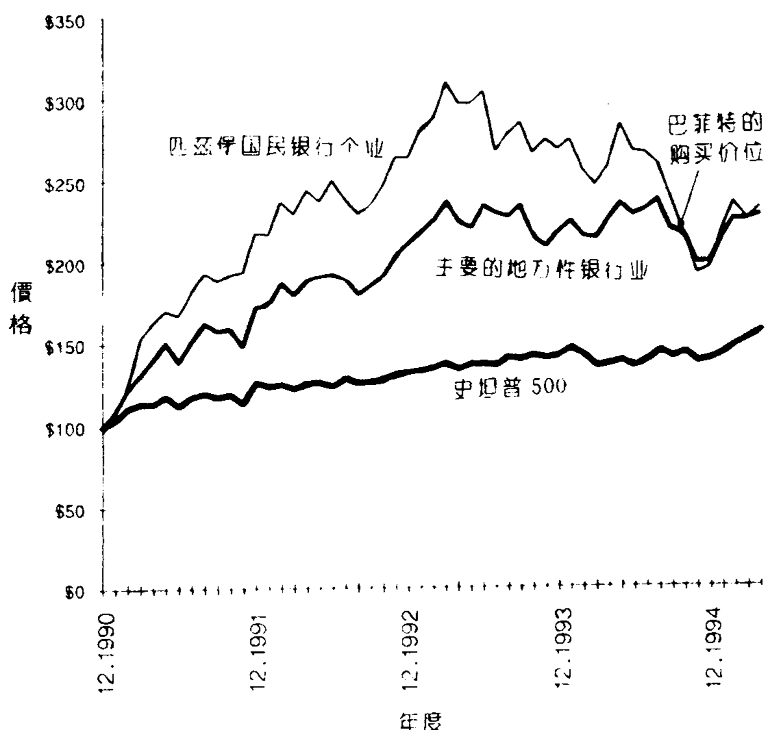



图 7.3 匹兹堡国民银行企业普通股股价与史坦普 500 和主要地方性银行业指数之比较（起始日指数为 $ 100）

PNC 的股东更是心惊肉跳，因为 PNC 股较同行下跌得更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



惨。PNC 确实成为一九九四年最糟糕的银行股之一。一般银行股的平均损失为 4%，PNC 几乎下降了 30%。

但 PNC 的管理一直很上正轨，尽管因利率上扬导致 PNC 盈余锐减。管理阶层将各部门的财务成绩分开，小额银行业务、公司银行业务、投资管理和信托、以及投资银行业务每个部门各自向股东报告，如同独立自主的公司。每个部门宣布税后的毛利率——盈余除以收入的百分比，以及间接成本比率——非利息支出除以收入的百分比。

资金分配也是根据各个管理阶层的风险评估分配到四大部分中去。这种井井有条的管理令人看出它未来的希望。

公司银行业务和小额银行业务，过去二十年的股东权益报酬率分别为 18%和 20%，投资管理和信托业务则超过 40%，银行投资业务的股东权益报酬率潜力更高。小额银行业务以及投资管理信托业务的税后利差收益是 20%，相当可观的。公司银行业务和投资银行业务不像小额银行业务需要聘雇少数雇员和房屋，因此其税后毛利率达 40%到 50%之间。

你不妨观看一下 PNC 的净利息收入和非利息收入（见图 7.4），就可明白以上的高获利报酬率自有其原因。一九八四年的净利息收入是四亿美元，到一九九三年成长为十九亿，成长率为 19%。而同期非利息收入，由两亿美元长到八亿两千万两百美元，成长度为 16%。

我们从图 7.4 中可以看出，巴菲特在一九九四年第四季度以平均每股 25.85 美元的价格开始收购 PNC 股份，这个价格乘以 PNC 流通在外的股数两亿三千五百万股，那么 PNC 的市场价值大约为六十一亿美元。而 PNC 在一九九三年中赚了六亿一千万美元，低于前一年的七亿四千五百万美元。

如果我们将 PNC 一九九三年的盈余六亿一千万美元以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



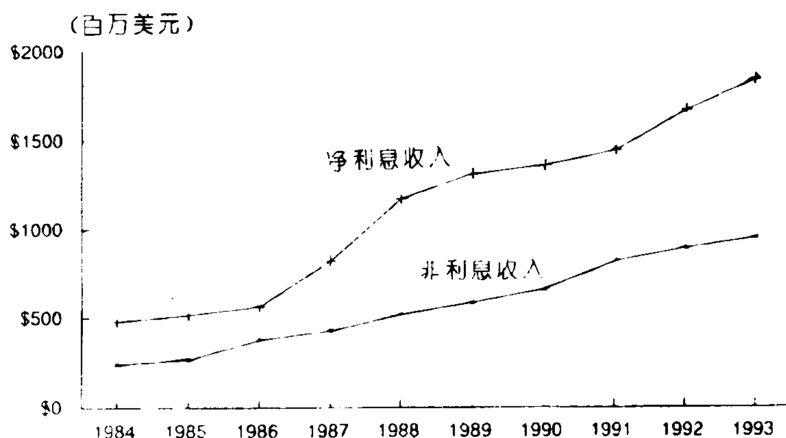



图 7.4 匹兹堡国民银行的净利息与非利息收入

10%的贴现率换算现值，10%虽高于三十年期美国国库债券的殖利率，却是保守的比率。就算银行在未来十年内，每年只赚上述的六亿一千万美元，一毛都不曾多赚，也有六十一亿美元的价值。

然而通过观察此银行的品质、管理阶层的用心和净利息收入和非利息收入的成长力，PNC 将来每年可望赚六亿一千万美元以上。因此，PNC 的市场价格和实质价值之间的差距，存在着安全边际。

当然 PNC 不是威尔斯法哥，也没有遇到卡尔·理查德和保罗·海山的财政困境。巴菲特纯粹是下赌注，打赌利率上扬对 PNC 的负面影响是暂时的。

而其他投资者放出股票，迫使价格掉到不合理的牺牲价位，让巴菲特捡到便宜。

这便宜捡得也属正常。

他说：“当人们对一些大环境事件的忧虑升到最高点时，事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



实上也就是我们做成最佳交易的时机。恐惧是追赶流行者的大敌，却是看重基本面的财经分析者的密友。”

## 理性之塔

许多人分析柏克夏在所罗门股份有限公司的投资时，往往用“挫折”二字评价它，或者用更乐观的词语，“好事多磨”来形容。言外之意，巴菲特没有达到预期效果。

巴菲特已经投资那么多的时间、精力、金钱在这家公司，但截至目前，结果并不尽如人意，至少表面看来很糟糕。然而，挫折并不等于失败。巴菲特也相信，“多磨”的“好事”终会到来的。

可能获得理想的报酬率，就意味着损失。柏克夏在美国航空的投资是个失败的例子，甚至连巴菲特本人在柏克夏一九九四年的年度报告中，向股东承认了那是个错误的投资决定。美国航空停止支付特别股利给柏克夏。该公司的股价从五十美元掉到个位数，也就是说，巴菲特所投资的每一块钱降值到只剩下二十五分钱了。这情况可谓惨矣！

所罗门没有停止支付柏克夏·哈斯威 9%的特别股股利。对于柏克夏七亿美元的投资，所罗门自一九八七年以来，每年都尽职尽责地回报以六千三百万美元。虽然过去几年所罗门在同业中的表现很不突出（见图 7.5），却也从未惨到让人质疑自己的存活能力问题。

有一个问题值得大家注意，柏克夏在所罗门投资的总报酬包括，特别股股利以及在三十八美元时可转换为普通股的权利。尽管目前将特别股转换成普通股并无利益可言，但整个收入状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



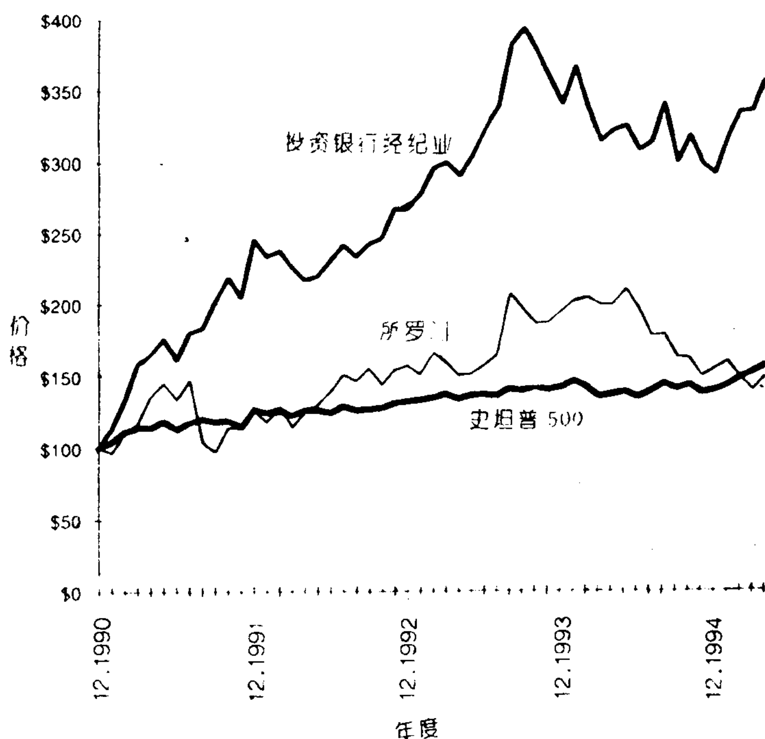



图 7.5 所罗门公司之普通股股价与史坦普 500 和投资银行/经纪业指数之比较（起始日指数为 $ 100）

况还不算差。因为企业从其他公司所获得的股利收入，有 70% 可以免税，所以柏克夏在所罗门的特别股有接近 8.1%的净税后报酬率，比起美国国库券和其他相同到期日、相同信用评等的公司证券，算是相当不错的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



有一点毫无疑问：投资银行的长期前景绝对无法与可口可乐媲美，不管现在或将来都是不能的。投资银行公司不是航空业，也不是饮料业。也就是说，所罗门的产业前景优于美国航空，劣于饮料行业的可口可乐。

八十年代中后期，巴菲特就承认柏克夏在银行业的投资，一般而言并未遵循柏克夏其他重要投资的基本原则。说到底，预测稳定行业的未来现金流量比较简单，比如可口可乐、吉列公司、首都/美国广播公司、华盛顿邮报公司等，但要预测所罗门的未来现金流量就不那么容易了。此外，柏克夏的那些核心投资风险也较小。我们很难想像可口可乐或华盛顿邮报整个倒闭。然而，投资银行倒闭的可能性的确存在。

一般而言，管理者的行动通常可以成就或摧毁一家投资银行公司。但对于有强大经济力的特许权企业，历史告诉我们即使由庸才来管理也可以安然无恙的。但是巴菲特有一点看得很准确：投资银行企业若谨慎经营，长期下来会有较高的股东权益报酬率。换句中国俗话就是：不入虎穴，焉得虎子。

所罗门的投资银行分公司，所罗门兄弟，经营两种主要业务。顾客恃向的机构设资银行业务的股东权益报酬率可达12%，至15%。另一种则有15%至20%的股东权益报酬率。

当这两者运作顺利时，所罗门可以产生平均以上的经济报酬率。然而只要两者中其中一项无法发挥其潜力时，所罗门的报酬率可能表现的令人震惊，这也正是巴菲特学到的教训。为我们身边的炒股者不知可否有借鉴作用？

说实话，有很多人反对巴菲特将钱投在这个以理性闻名的行业。

华尔街这行业不相信理性。说起股票，人们的头脑马上膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



尤其是所罗门，多年来它的行动很少考虑到股东的利益，仿佛不知理性是什么。虽引入来自外部的股东，所罗门的表现却不像公开招股公司，反倒比较像私人合伙企业。

拿它的报酬制度来看，对大部分私人合伙企业而言，企业的净利要付给合伙人。所罗门成为公开招股公司，公司股东既有资金投入，自然会期待收到他们投资该得到的利益报酬。

沃伦·巴菲特成为所罗门的股东后，自然很关注公司分配资金的方式，结果他非常失望。他发现所罗门根深蒂固的习惯是，人数日益庞大的经理只知索求高额红利和薪水，而不顾股东只能分到少许的净报酬。

这种令人不快的状况终于随着巴菲特的到来得以彻底改观。

巴菲特安插罗伯特·丹汉担任所罗门的董事长，德瑞克·莫根为总经理后，他才得以建立所罗门以理性为基础的报酬制度。它的主要理念是，让股东先拿到合理的投资报酬之后，再根据经理个人的贡献大小给薪。所罗门的股东们首次能获得可观的报酬，员工薪金也首度依能力论酬。

这么多年以来，巴菲特在柏克夏都一直实施最低报酬制，所罗门的新制度在他看来自然非常合理的。但是华尔街毕竟不是保守狭隘的小地方，几十年来巴菲特在柏克夏行之有效的制度并不适用于所罗门。自从新报酬制度实施以来，员工都充满恨怨，梦幻因此破灭了。许多经理纷纷辞职，员工报酬引起的混乱看似无止无休。许多人开始怀疑所罗门未来是否还有前途。

而巴菲特丝毫不为所动。对于围绕所罗门的各种叫嚷，他没有屈服也没有煽动。他采取的行动很冷静，除了已投资的可转换特别股之外，又购进了六百六十万股普通股，赋予柏克夏对所罗门稍多于20%的表决权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



所罗门流通在外的股票，共计一亿五百万股。而柏克夏以每股约四十九美元的价钱买了六百六十万股普通股（见图7.6)。因此，巴菲特买进所罗门股票的时候，该公司的市场价值为五十一亿美元。现在咱们如果以10%的贴现率折现，此利率高于三十年期美国国库债券的当期殖利率，那么一个公司每年必须赚五亿一千万美元，才有五十一亿美元的价值。所罗门在过去十年中每年平均赚三亿八千万美元，包括破纪录的一九九三年，八亿六千四百万美元，一样改写了公司纪录。以三亿八千万美元为基准，若所罗门每年成长5%，该公司就值七十九亿美元。然而即使5%这样保守的成长率，所罗门也难以达成。它的前景实在难测。

所罗门的营业状况很象柏克夏下辖的一个事业：重大灾害保险。因此所罗门的盈余，不大可能依照上述的预测。大家知道，无论哪一年，一个台风引起的损害就足以赔光柏克夏整年的保费收入还不够，迫使巴菲特还要动用准备金才能付出几百万美元的赔偿。

当然也可能什么灾难都不会发生，一切平平安安，那样柏克夏的所有保费收入皆可登帐为利润。最可能发生的是，柏克夏有时必须付出过度的赔偿，同时也得到过度的利润。就像难以预测何时会有大灾难发生一样，所罗门哪一年会大丰收，哪时候会流年不利也难以预料。有一点是肯定的，就是在长时间之后，风险会降低，盈余的起伏会趋于平缓。

从一九九五年十月起，所罗门必须开始赎回柏克夏投资的可转换特别股，每年须支付一亿四千万美元，连续五年。

巴菲特可选择赎回现金，或以每股三十八美元的转换价兑换成三百六十八万股普通股。各方都在猜测巴菲特在十月时要采取何种策略，兑换现金或股票？或两者有机结合？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



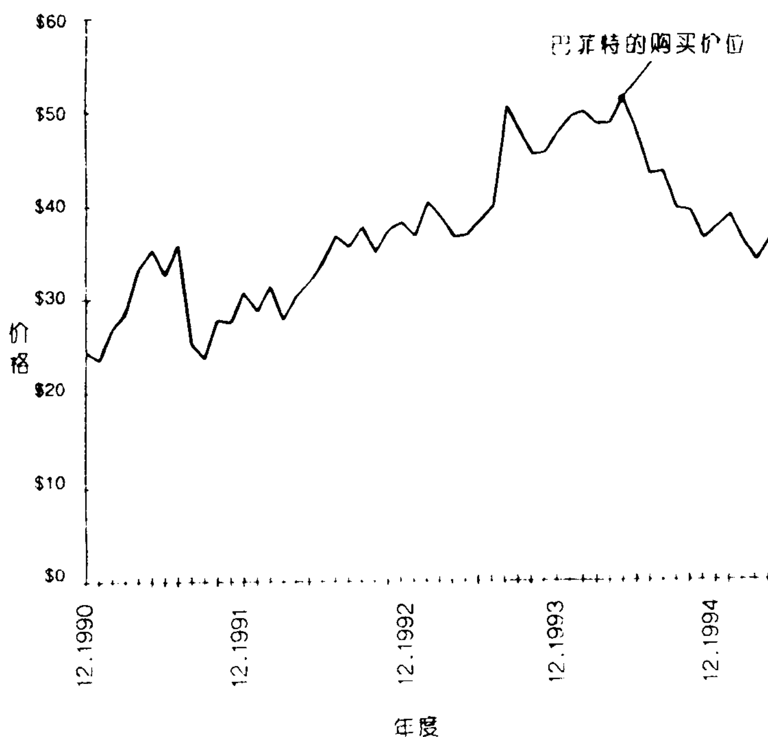



图 7.6　所罗门公司之普通股股价

罗伯特·柯乐曼联合资本管理公司分析巴菲特在所罗门的投资行动，颇具洞察力。照柯乐曼的计算，既使巴菲特将特别股全部兑换成普通股，他在所罗门的投资也已经得到不差的报酬。柯乐曼的算法如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



柏克夏投资所罗门十亿美元，目前为止已净得五亿四百万美元的股利收入。扣除股利，巴菲特投资所罗门的净现金约达五亿美元，现在公司总价值为三十五亿美元，又有高于一平均值的股东权益报酬率，且柏克夏拥有该公司20%的股权，柯乐曼算出，柏克夏的投资价值超过七亿美元。

过去的十年间所罗门曾遭到和克服不少难以置信的挑战：朗·佩雷尔曼的企图收购，一九八七年股市大崩盘，国库券丑闻，一九九四年债券市场大崩盘和如今引发高度争议的报酬制度。回顾所罗门面对那些挑战的回应，很难断定它是失败者。

许多柏克夏的其他股票都有令人满意的结果，但所罗门的表现并不如意，这是事实。然而，正如巴菲特经常提醒柏克夏股东的："条条大路通罗马"。所罗门这支股票最后可能走出自己一条与众不同的道路，这条道路会使其更能创造出累累的硕果。

## 瞄准专利

在柏克夏持有的公司当中，除了著名的可口可乐之外，美国运通是和巴菲特关系最为长久的公司。

巴菲特曾说："我发现要评估一家公司，必须长期去熟悉它。"大约在六十年代的中期，在美国运通爆发沙拉油丑闻案以后，当时的巴菲特有限合伙体就将自己40%的资产投资在美国运通。丑闻的原因很简单，当时美国运通出具证明它库存了大批沙拉油，但事实上没有什么沙拉油存在。它很快就负债数百万美元，股价一下子掉了一半之多，这时的巴菲特乘虚而入，以一千三百万美元买进该公司5%的股票。三十年以来，柏克夏累

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



积的股份已达该公司的10%，总成本约在十四亿美元左右。这个数目在当时来说还是很可观的。

很多变革过去以后，美国运通三十年来业务大致维持不变，和巴菲特购买它的时候差不多。它有三大部门，一是“旅游相关服务”，从事发行美国运通卡和美国运通旅行支票，占美国运通营业额的72%；二是“美国运动通财务咨询”其业务包括财务规划、保险和投资产品，占了销售量的22%，美国运通财务咨询的财务咨询专家超过三千六百位，负责的资产达一千零六十亿美元，这个子公司因而成为美国最大基金经理人之一；三是“美国运通银行”，它只占该公司营业额的5%，却是美国运通卡在四面八方的服务代表，服务网分布在全世界三十七个国家共八十七个营业场所。美国运通旅游相关服务部门持续生产固定的利润，此部门一直都有巨额的股东盈余，用来资助它不断地成长。

但是每当一个公司所产生的多余现金大于营运所需时，正可考验经营者在分配资本时是否负责。通过了考验的经营者只投入须用的资本，用余额增加股利或买回股份，利润归予股东。其他经营者则盲从法人机构，常会花掉现金用来扩展其企业领地。这是很不幸的，这正是美国运通数年来在詹姆斯·罗宾逊领导下的命运。罗宾逊计划用旅行相关服务部门的多余现金收购同行企业，将美国运通建立为金融服务势力集团。

罗宾逊收购IDS财务服务公司被证明是有利可图的，但他收购希尔逊——李曼公司则令人失望的。希尔逊不但不能资助自己，还日益要旅游相关服务部门的多余现金才能维持营运。整体算下来，罗宾逊已投下四十亿美元在希尔逊。而迫使罗宾逊接触巴菲特的正是这个巨大的财务耗资。柏克夏购买三亿美元的特别股。巴菲特虽然那时愿意投资买入美国运通的特别股，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



却一直到该公司变得理性时，他才成为普通股的股东。

该公司的珍贵筹码是出名的美国运通卡，这是众所周知的。但美国运通的管理阶层似乎并未意识到珍惜把握该部门。令人满意的是，罗宾逊在一九九二年非正式辞职了，由哈维·戈勒继任总经理之后，开始意识到了正确的方向。

戈勒和巴菲特志向一致，他开始强调美国“专利权”和“品牌价值”，戈勒的当务之急是强化旅游相关服务部门的品牌意识，以及重整希尔逊——李曼的资金结构以便抛售。

戈勒用了两年时间，清算美国运通表现不好的资产，恢复了该公司的获利能力和股东权益报酬率。

一九九二年戈勒公开出售第一数据企业，使美国运通净赚十亿美元以上。次年该公司又将其资金管理部门，波士顿公司以十五亿美元卖给美伦银行。不久，希尔逊——李曼也分割为两部分。卖掉希尔逊公司零售业务帐户，至于李曼兄弟，在戈勒投下最后十亿美元以后，才得到免税分配给美国运通的股东。

美国运通有始以来最有利润的部门终于在一九九四年开始崭露头角，旅游相关服务部门一跃成了公司的龙头老大。

管理阶层也定了明确目标，建立美国运通卡成为“世界上最有威信的服务品牌”。该公极力强调“美国运通”这个名字的专利价值。甚至 IDS 财务服务也因此改名，叫做美国运通财务咨询。

等到这一切步入正轨，戈勒定下该公司的财务目标：每股盈余每年成长 12%到 15%，股东权益报酬率达到 18%到 20%。一九九四年九月美国运通发布一项声明，清楚表明公司理性的新式经营方式。宣布因市场状况有变，董事会授权管理阶层买回两千万股普通股。——这对巴菲特来说真是喜从天降。

一九九四年炎热的夏季，巴菲特冷静地转换柏克夏在美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



运通的特别股。没多久他又开始收购更多普通股（见图 7.7）。柏克夏到年底已经拥有两千七百万股，平均每股二十五美元。美国运通继它在一九九四秋天宣布的股票回收计划之后，第二年春季买回另外四千万股，高达总流通在外股数的 8%。

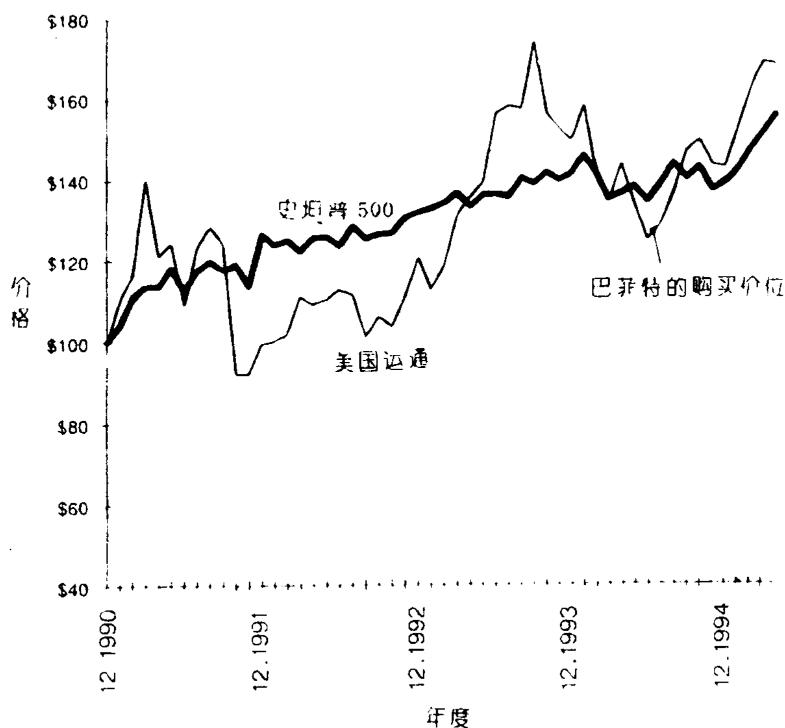



图 7.7　美国运通普通股股价与史坦普 500 指数之比较（起始日指数为 $ 100）

今天的美国运通公司和数年前截然不同，这是显然的。抛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



掉希尔逊——李曼的重担与它宠大的资本需求之后，美国运通有能力生产出数量可观的多余现金。该公司首次不再短缺资本和股票。巴菲特对美国运通的改革大加赞赏，大量增加柏克夏在该公司的持股地位。一九九五年三月巴菲特另外增加了两千万股，使得柏克夏持有美国运通几乎 10%的所有权。

确切地说，从一九九〇年开始，美国运通这些年来的非现金支出、折旧和摊销几乎等于该公司取得的土地、建筑和设备。一旦折旧和摊销费用近于资本支出时，股东盈余等于净收入。然而，该公司不稳定的营运历史，我们很难预测其股东盈余的成长率。在此情况下，使我们必须很保守地估计其成长率。

它在一九九三年卖掉子公司造成了这样的结果：一九九四年年底该公司的股东盈余约达十四亿美元。

而戈勒对该公司的目标是盈余能持续成长 12%到 15%，假设该公司的盈余在未来十年内持续成长 10%，第十一年以后只剩 5%的成长率，这肯定低于管理阶层自己的预估，再以 10%来折现盈余（比较三十年期美国国库债券殖利率 8%，10%算是相当保守的折现系数），那么美国运通的实质价值为四百三十四亿美元，或每股八十七美元，假如该公司的盈余能够成长 12%，那么美国运通的实质价值就接近五百亿美元，或每股一百美元。如今采用较为保守的估价，那么巴菲特是以美国运通实质价值的 70%买入该公司。这就表明它有很大的安全边界。

有不少人投资一直用审视的态度对待美国运通的专利价值。威沙卡（Visa）和万事达卡（Master Card）覆盖了今天的一般信用卡市场。因为这两家公司发卡收年费，持卡者在大部分地区都可畅行无阻。而美国运通怎么和它们相抗衡呢？首先，有越来越多的商家接受美国运通。从目前的统计发现，美国有8%的零售商店和 86%的加油站，以及世界上重要的旅游业和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



娱乐业，几乎百分之百接受美国运通卡。第二个重要原因是，持美国运通卡的消费者一年平均消费四千美元，多于威沙卡和万事达卡持有者的一千五百美元。

消费额度对商家而言是重要考虑，因此美国运通得以和更多商家顺利签约。很多投资人都观察到消费性支出的景气旺盛，因此一直看好餐饮业、俱乐部和娱乐事业的股票。

巴菲特的做法则是免于随这些企业的风险，而又能善于利用此种经济现象。不论消费者选择何种形态的娱乐和休闲，很多人都使用美国运通卡付费。巴菲特拥有该公司10%的股份，意在表明这些每日大量进行的消费中，他都抽了专利权使用费。

## 幽默打赌

巴菲特曾经说过：我对公司合并并没有太大的兴趣，我认为最好的合并就是首都公司与美国广播公司结合的这个案子。

这是自从KKR公司在一九八九年买下RJR以来最大的企业合并。然而，随后沃尔特·迪斯尼公司又为市场带来更大的震动，该公司总经理迈克尔·艾斯奈宣布将以一百九十亿美元买下合并后的首都/美国广播公司，从此沃尔特·迪斯尼公司将成为全世界最大的传播及娱乐公司。

许多市场人士不仅被艾斯奈的大胆举动所吓到，同时也不了解首都/美国广播公司总经理汤姆·墨非心里打什么算盘。

可能没有一家公司总经理能像首都/美国广播公司那样，在瞬息万变琢磨不定的企业环境中展现卓越的经营能力。首都公司在一九五七年挂牌上市的价格为每股五点七五美元，目前经过股票分割后，一股分成了八十股，市价约一万美元，这相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



于在这三十八年间每年之报酬率高达22%。

墨非把首都/美国广播公司卖给迪斯尼公司所陪嫁的企业赫赫有名：如美国广播公司是全美最大的电视网，下有八家电视台以及二十一家广播电台，有七家报纸和七十一家周刊，另外有六十一家专家杂志，同时还拥有全美最大有线电视网ESPN公司80%的股权。除此之外，首都/美国广播公司合并之后，又买下几家国际性电视及电影公司和电视广播公司。

抛开上述众多企业不讲，首都/美国广播公司扣除负债以后，尚有四十亿美元现金可供周转。一般情况，在企业购并市场中被高价买下的公司，通常都是负债累累的。与此比较，首都公司的条件真是令人垂涎三尺，更何况该公司是一九五四年靠电视台和调幅电台而起家的，在纽约州阿尔巴尼经年打拼累积的成果，其成就更为市场所青睐了。

沃尔特·迪斯尼与首都/美国广播公司合并后的前景令人注目。对于首都/美国广播公司的资产而言，迪斯尼公司带来了主题馆（迪斯尼集团、迪斯尼世界、艾比考特中心）、电脑及电视制片公司，动画事业群（如《阿拉丁神灯》、《狮子王》、《风中奇缘》、影片传播公司及迪斯尼频道等等，同时在全球拥有三百五十家迪斯尼卡通人物专卖店。迪斯尼公司亦拥有以下企业的股权如：迪斯尼欧洲公司和海波林出版公司。迪斯尼公司与首都/美国广播公司合并后的市场价值，将超过四百亿美元。同时，每年营运收入高达一百六十五亿美元之多。

过去的投资看法认为，内容应该比媒体通路更有价值，虽然媒体宣传产生经济规模后，其获利算是不错，但是节目推出一旦很受欢迎，其报酬将是更为惊人。

媒体产业通常表现在两个方面：实际内容及传送过程。内容即是节目产品，换句话说即电影或电视节目。传送是指传播

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的通路，或产品如何传给观众。巴菲特认为：

迪斯尼与首都合并的重大意义在于：将全世界最好的媒体产品公司（迪斯尼）与全世界最强的媒体传播公司（首都公司）结合起来。

直到近年，先前的看法才有新改变：如果同时拥有传播通路和节目制作能力，则这家公司将是锦上添花，前景看好。

故而媒体节目公司与传播公司结合，被视为是理所当然的经营策略。一直到联邦法律的改变，方使这两种公司有结合的良机。现在法律不再限制传播公司不可以拥有自己的媒体节目公司，因此可彼此合并以图追求更高的获利能力，而媒体节目公司自此才有可靠的传播公司来播送其产品。

迪斯尼公司与美国广播公司合并的例子，若以上述的理由来解释则流于简化。因为艾斯奈说："我们买下首都/美国广播公司并不是看上它是一家媒体传播公司，而是它还有其他资产是我们所注意的。"

的确，首都/美国广播公司最伟大的宝藏莫过于ESPN，即体育娱乐节目电视网公司（Entertainment Sports Programming Network）。ESPN的观众遍及全美六千六百万户家庭，以及全世界一百五十个国家近九千五百万户家庭。当首都/美国广播公司的总经理墨非被问道：在合并中ESPN是否是最有价值的资产？他回答说"一点也没错。"迪斯尼公司与首都/美国广播公司合并后没有思考如何降低成本，或者确保节目如何顺利播出，而是着眼于如何打开海外市场，如何持续有效地使营收增长：

毕竟美国只有二亿五千万观众，且收视人口成长有限。电视网营收成长之道不在节目上你争我夺，而只是如何去开发更多观众。正如同可口可乐、吉列、箭牌口香糖等大企业，向海外市场积极促销其产品一样，媒体公司也应体验此一大趋势来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



拓展业绩。

媒体娱乐事业的首要目标在于吸引更多观众，而海外的观众人数比起美国足足有数倍之多。运动和卡通在全球都是广受欢迎的节目，不仅老少咸宜，没有政治立场，传播语言也没有障碍。迪斯尼公司有了迪斯尼频道及 ESPN 后，就可强势促销其节目。

如今“迪斯尼”三个字全球皆知。但它的节目的收视群并未普遍扩及到 ESPN 的观众群，因为 ESPN 其全球体育节目之开播，比迪斯尼频道早了好几年，可算得上是开山祖师爷。ESPN 目前不仅播放受欢迎的体育节目，如篮球、美式足球、棒球及足球，它更播放各国所风行的体育节目以服务各国的观念借此打好行销关系。例如在印度，ESPN 先播放当地的曲棍球比赛，随后再播放美式足球大赛；而在中国可能先播乒乓球比赛，再转播美式足球。现在迪斯尼频道有了 ESPN 之后，就可站在这个有二十年传播经验巨人的肩上，来促销其动画节目。了解了 ESPN 的价值后，就会知道迪斯尼公司买下首都公司，不是单纯地看上该公司在美国的电视网络大市场。

投资人接下来面对的问题，并不是迪斯尼买下首都的价钱是否合理？而是评估拥有新公司的股票是否会增值？虽然这两家公司合并以后，将面临许多不确定性，更何况两家公司又处于变化迅速的经营环境，因此想要有效评估新公司的价值的确不易。但是只要认真思考，方法得当，应该可以对迪斯尼公司客观合理地评估其价值。新迪斯尼公司的实质价值，来自于原来两家公司分立的基础上个别价值的总和。用两家在一九九五年的营运资料，可保守估计出合并后的公司价值及与购并成本间的差额。一九九五年底迪斯尼公司可获利十三点七亿美元，年底折旧费用为四点九五亿美元，资本支出达十一亿美元，迪斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



尼公司的股东盈余约为七点六五亿美元（即净利加上折旧减去资本支出）。首都公司预计九五年可获利七点八五亿美元，而折旧费用为一点七五亿美元，资本支出为一点二五亿美元，因此它的股东盈利为八点三五亿美元，数目不算少了。

根据迪斯尼公司财务部长史蒂芬·波伦巴克估计，以合并基础评估新公司，在九五年公司将可获利十六亿美元，然而由于合并而举债，新增加了一百亿美元债务。这一百亿美元债务，一半以固定利率，一半以浮动利率计息；合计之员债成本约在年息 7%，换言之新迪斯尼公司每年要多负担七千万美元的利息支出，再考虑迪斯尼公司 40%之公司税率、则公司每年税后新增负债净支出为四千二百万美元。

巴菲特一向用三十年期政府公债殖利率，来折现股东盈余，而目前美国利率水准为历史低档，因此他不愿用如此低廉的报酬率来折现公司价值。假定这新公司在往后十年间的股东盈余，以年报酬率 15%增长，而后其他年度以 5%成长，则股东盈余的贴现率要调高到 10%，因此这新迪斯尼公司的总值将高达五百三十八亿美元之多了。

迈克尔·艾斯奈真正广为人知的事情只有两件：一是迪斯尼公司给他的超额红利；二是他的强势主导性格，因此常被人忽视他也是一位成功的企业经营者。

他对迪斯尼公司所投入的心血，以及为公司及股东所创造的巨大贡献，是有目共睹的。从八十年代中期以来，艾斯奈为迪斯尼股东增加了二百二十亿美元的财富，在艾斯奈为公司赚一块钱的同时，也为公司增值了四块钱。这结果反应出股市投资人对艾斯奈经营能力的肯定。然而最重要的指标：评估公司是否为股东尽心谋利？就要看公司的股利政策，是否专以股票发放股利而稀释了股东的财富？这方面，艾斯奈绝不是这种人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



事实上由于他不愿意以迪斯尼股票来增资，以致差点不能顺利买下首都公司。

艾斯奈与墨非为两家公司能否合并，协商了好多年之久，而过去几个月内更是频频接洽，这期间曾因艾斯奈拒绝以发行迪斯尼新股筹资，而使谈判破裂。墨非在理解了对方的立场后，提议避免双方以现金进行购并而需缴一大笔资本利得税，故以股权互换方式来进行合并，同时让首都的股东能拥有未来合并后公司成长的利益。最后，双方终于同意此项原则，并在细节上亦达成共识，最后以一股迪斯尼股票交换每股六十五美元的首都股票，在此条件下，双方达成了合并。

为了买下首都公司，迪斯尼公司必须发行一亿五千四百万股来交换首都流通在外的股份，也使迪斯尼公司总股数达到六亿七千五百万股，假若迪斯尼公司在今后十年内股东盈余以15％增长，而往后时间以5％增长，则迪斯尼每股价将高达八十美元左右，但目前迪斯尼之股价仅有六十美元，则相当于迪斯尼股票以七五折在股市上交易，这种折价程度比起巴菲特常用的安全边际并不算高，但显示原来的迪斯尼股东及首都股东在变成新公司的股东时，其股票价格并未被高估，且将来仍有增值的潜力。只要增加股东盈余的成长率即可以很容易地得到更高的公司价值。还是举例吧，例如确信迪斯尼公司每年股东盈余将以17％增长，则其每股价值将高达九十三美元；而如果是20％增长率，则每股价值会提高到一百美元。

以前巴菲特谨慎的投资准则中，还没有过度膨胀对增长的认定。譬如安全边际的观念，在于保护投资人避免无法预估的不确定因素，反而可能对公司及股东盈余造成伤害，同时也不能只为保护投资安全边际，而一味地提高成长率。何况以上所作的财务评估，并未考虑迪斯尼公司及首都两家公司合并后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



经营“综效”，艾斯奈表示“此种综效将会持续下去。”事实上他也表示：“讨论公司合并中哪一方付的价钱较合理，这种想法过于短视，因为经由合并所带来的商业机会才是双方共同成长的基础。”

迪斯尼与首都公司合并不免招来一些批评，有人对媒体企业作垂直整合是否明智提出质疑。有人怀疑买进的传播公司已达到经济规模的高峰，合并真能创造更高的获利吗？更有人认为这两家不同企业文化的公司，要达到协调共处不是件容易的事，何况以往更没有这种媒体业结合公司的案例。

一般情况下，一家公司宣布要买下来某家企业时，被买下公司的股价一定上涨，而花钱的金主公司之股价会下跌少许。以高价收购公司的消息一经宣布，自然使被购并企业的股价上扬。华尔街股市对于出钱购并的企业，总是以公司的利空消息对待，这种反应不管是对还是错，总是认为举债买下其他公司以后，就要面对更大的经营风险，因而其股价总以下跌反映。

巴菲特当然不会认同这种想法，反而持有另一种看法，他认为迪斯尼与首都的这种结合，即是宣告更强势的公司由此诞生。当两家公司合并消息将要公布之前，公司主管都在担心迪斯尼股价会跌多少。这时的巴菲特就很有幽默地与迪斯尼某个主管打赌一百元：认为迪斯尼股价会有反市场表现，股价会以上涨收市。结果在一九九五年七月三十一日早上，艾思奈与墨非共同宣布：

迪斯尼公司正式购并首都/美国广播公司。当天股市在下午四点收盘后，迪斯尼股价上涨一点二五美元，成为每股五十八点六二美元。

无疑，巴菲特又赢了。

两家公司合并的协议让股东皆大欢喜，首都公司的股东可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



卖出更高价格的股票，或是继续成为股东，换取价值更高的股票，任由股东选择。

柏克夏公司原先拥有两千万股首都/美国广播公司的股权，经过这次公司的合并以后，现在仅次于巴斯家族，成为全球最大媒体传播公司的第二大股东。不知道巴菲特是否现在就会买进迪斯尼股票，还是以后再买进，毕竟迪斯尼——首都结合后，还处于新公司萌芽期，可再继续观察。虽然如此，此一新公司有多项特点，倒是符合巴菲特对企业的投资原则。正如同多数柏克夏投资事业群所具备的特点一样。因此，巴菲特很认真说：

“我们未来将持有更多的迪斯尼股票，此种可能性看起来越来越大。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第八章　永远是赢家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

一个能够适当判断经营者理性决策的能力、以及对股东忠诚的指标，是看管理者是否愿意利用多余的现金，增加股利发放或买回股份，而不是毫无益处地转投资，扩大整个公司的规模。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



沃伦·巴菲特的投资动机，都是从企业的营运成果，而不是从它们的短期股票行情的活动中得到投资资讯。暂且不论柏克夏的投资结果会怎么样，他的这种卓有远见的目光就值得称道。他深信股票市场可能会暂时忽略了企业的财务成果，但随着时间的远去，公司提供持股人更多的股权价值后，市场价格终将证实一个公司经营成功或失败。

格兰姆告诉巴菲特："短期来看市场是个投票机器，但长期来看则是个秤重器。"他乐于忍耐。事实上当柏克夏企业的股权价值以令人满意的速度上升的时候，他希望股票市场慢一点知道消息，这样他才有足够的时间以便宜价钱购买更多的股份。

当巴菲特判断某个公司会是很好的投资目标时，股市也会很快地加以正面回应。这种情况一旦发生，他不会因为股价短期上涨而强迫卖出手中的股票，他认为华尔街的名言"只要有利润，你就不会破产"是个愚蠢的建议。

费歇曾经告诉他："你手上握有的投资（股票）一定要比现金好，否则它就不是一个好的投资。"

巴菲特认为：只要企业的股东权益报酬率充满希望并令人满意，或管理者能胜任其职务而且诚实，同时市场价格也没有高估此企业，那么他就相当满足于长期持有任何证券。如果股票市场确实过分高估某家企业，他就会将其股票卖出。此外，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



果他需要现金以购买别家可能被过分低估或是有同样价值，但他更了解企业的股份，巴菲特将会出售价值公道或被低估的证券以变现。

既便在这个炒股策略下，巴菲特在一九八七年也说有三个普通股，不管股票市场如何过分地高估它们的股价，他都不会卖出，它们分别是华盛顿邮报公司、GEICO和首都/美国广播公司。一九九〇年，他将可口可乐的普通股也列为永久持股。

这种始终不渝的态度，使得这四个投资和柏克夏所控制的企业地位相等。巴菲特从不随意赋予这种永久性地位的。还有一点值得注意，一家公司不是在巴菲特购买它之后就自动地被认定为“永久性”持股。柏克夏·哈斯威已经拥有华盛顿邮报公司的股份二十余年，也拥有GEICO的股份十八年。巴菲特在一九七七年首次购买首都公司。虽然在一九八八年就已经购买可口可乐的股票，到一九九〇年它才被提升到永久持股的地位。

## 渗透媒体

华盛顿邮报公司主要的商业活动包括发行报纸、电视广播有线电视系统和杂志。报纸部门发行《华盛顿邮报》、《埃弗雷特前锋报》和一些时事报及十四份周报等。电视广播部门拥有六个电视台，分别位于底特律、迈阿密、德克萨斯州的休士顿和圣安东尼奥两地、康乃迪克州的哈特福、佛罗里达州的杰克逊维尔、有线电视部门拥有四十六万三千个收视户，分别散布于中西部、南部和西部的十五个州。杂志发行部门出版的《新闻周刊》拥有超过三百万的国内发行量，以及七十万个海外定户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



除此之外，华盛顿邮报公司还有一家名为史丹利·凯普兰的教育中心，它是一系列专门教授学生如何准备学院入学考试的学校。邮报公司也拥有雷吉——史雷德。一家提供美国政府立法活动和一般性事务电脑化资讯的公司；它也有《国际前锋论坛报》百分之五十和考勒斯媒体公司百分之二十八的股份，同时它也是《明尼亚波利斯星报》以及《论坛报》的发行人：它也与美国个人通讯公司形成有限合伙的关系，在华盛顿特区发展一套个人通讯系统。

华盛顿邮报公司的资本额一九九三年年底就达到三十亿美元，每年的销售总额是十五亿美元。当你想到它在六十年前只有一项业务——发行一份报纸，那么它现在的巨大成就尤其令人铭记在心。

早在一九三一年，美国国内当时有五份日报在竞争读者市场，《华盛顿邮报》是其中之一。而两年之后，由于无法负担印制费用，邮报的财产被监管，并在那年夏天的一次拍卖会上拍卖成功，以偿还债权人的债务。

尤金·迈耶，一位大资本家及理财专家，用八十二万五千美元买下了《华盛顿邮报》。往后的二十年，他一直经营这份报纸直到转亏为盈。后来尤金·迈耶把公司交给菲利普·格兰姆经营，他是一个在哈佛受过专门教育的聪明律师，娶了迈耶的女儿凯瑟琳为妻。一九五四年，格兰姆说服尤金·迈耶购买另一家与它们竞争的对手《时代前锋报》。后来，格兰姆在一九六三年去世前，买下了《新闻周刊》和两家电视台。在他的辛勤努力力下，《华盛顿邮报》从一份单薄的报纸，扩展到成为庞大的广告媒体公司和通讯公司。

格兰姆死后，《华盛顿邮报》的大权转移到了凯瑟琳·格兰姆手中。子承父业，可是她没有管理大公司的经验，只能认真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



面对企业难题，然而态度相当严谨，使她迅速建立了声望。她的成功大多数应归因于她对邮报的热爱。她曾悉心观察过父亲和丈夫如何维持公司的生存。她也明白如果要成功，公司就必须有一个决策者而不是管理者。

她表示："我很快地学习到事情不会停滞不前，你必须下决心。"

有两个决策对《华盛顿邮报》有举足轻重的影响，一个是雇用班·布莱德里担任报纸的总编辑；另一个就是邀请沃伦·巴菲特成为公司的董事。布莱德里鼓励凯瑟琳于报上刊登五角大楼（美国防部）的机密文件，并且追踪水门事件的调查。这个行动替《华盛顿邮报》赢得了普利策新闻奖的荣誉，也为尼克松的下台推波助澜。

巴菲特则教会她如何经营一个成功的企业。巴菲特第一次遇到凯瑟琳是在一九七一年，当时巴菲特拥有《纽约客》的股票，当他听说这个杂志要出售时，他问凯瑟琳华盛顿邮报是否有兴趣买下它，虽然这笔交易并没有谈成，巴菲特却对邮报的发行人印象颇深。

在尤金和阿葛妮丝·迈耶新建立的信托基金中明确规定，凯瑟琳和菲利普·格兰姆拥有《华盛顿邮报》所具有表决权的股票。那时，邮报的财务结构面临极大的改变。格兰姆死后，凯瑟琳拿到公司的控制权。在此以前，尤金·迈耶将他私人的数千股邮报股票，赠送给几百位员工，用来感谢他们对公司的忠诚和服务。他建立并推行了公司对私人持股的分红计划。公司生意兴隆之时，《华盛顿邮报》的股票从五十年代的每股五十美元，飞涨到一九七一年每股一千一百五十四美元，分红计划和员工个人持股都迫使公司必须出面维持股票市价在一定水平，后来证明这种管理方式对公司的现金并无帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



而此刻的格兰姆和迈耶家族正面临无法逃避的遗产税。

七十年代初，凯瑟琳决定将《华盛顿邮报》公开上市，如此不仅可以消除维持自身股票市场的负担，也使得家族继承人能够对他们的资产做比较有利地规划。

华盛顿邮报公司的股票分成二类，A 类普通股选出决策董事会的大多数席位。凯瑟琳拥有百分之五十的 A 类股，因此能有效地控制公司；B 类股则选出决策董事会的少数席位。一九七一年六月，华盛顿邮报公司发行一百三十五万四千股的 B 类股。两天以后，尽管在政府的威胁下，凯瑟琳仍应允报纸主编班·布莱德里刊登五角大楼文件。她的胆识令男人们都很钦佩。她已渐渐显示了经营才华。

到一九七二年，邮报的股价稳定上升，从一月的二十四点七五美元升到十二月的三十美元。报纸的业务虽有所进展，可华尔街的态度却变得悲观失望。一九七三年年初，道琼斯工业平均指数开始下滑；春季时，下跌超过一千点至九百二十一点，《华盛顿邮报》的股价也同样下滑；到了五月，它的价格下跌十四点到二十三美元。由于 IBM 的股价下跌超过六十九点，跌破它的两百日移动平均价格，因此华尔街经纪人发生警讯，警告这种崩溃瓦解对其他市场是不好的预兆。同时，黄金跌破每盎司一百美元元的关卡，联邦储备局将贴现率提高到百分之六，道琼斯指数也下跌十八点，这是三年来最大的跌幅；夏季，贴现率再次升高，道琼斯工业平均指数面临九百点大关。

巴菲特抓住这一时机悄悄地买进《华盛顿邮报》的股票。到了六月，他已经以平均每股二十二点七五美元的价格买入了四十六万七千一百五十股的邮报股票，总价达一千零六十二万八千美元（见图 8.1）。

现在，菲利普和凯瑟琳·格兰姆的儿子，唐纳德·格兰姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



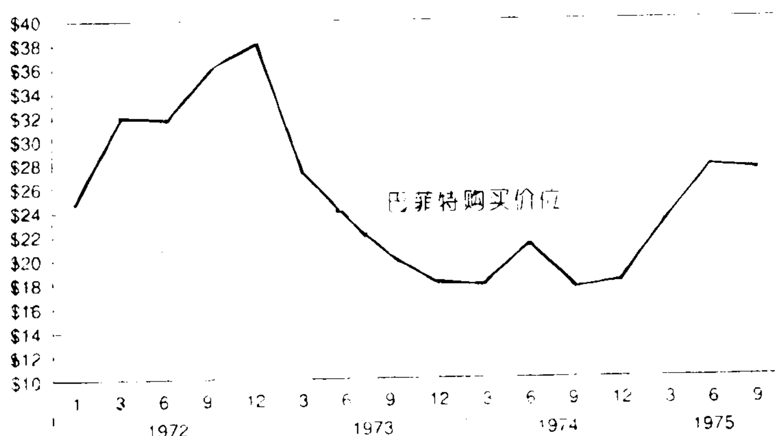



图 8.1　华盛顿邮报每股价格，1972—1975

(Donald E. Graham) 成为华盛顿邮报公司报纸的发行人、执行总经理以及董事会主席。唐·格兰姆在一九六六年以优异成绩从哈佛毕业，他主修英国历史和文学。在哈佛大学时，他曾任学校《深江报》(Crimson) 的编辑。毕业后，唐·格兰姆在军队里服役两年。他自己也预感到自己终将领导《华盛顿邮报》，他就决定进一步熟悉这个令人感到既精彩又无奈的城市。他选择了一种不同寻常的方式：进入华盛顿警局。

格兰姆在警察学院接受四个月的训练之后，担任了十四个月的巡警。一九七一年他辞去警职，到邮报担任市府记者。后来他又为《新闻周刊》在洛杉矶市政府局做了十个月的记者。唐·格兰姆在一九七四年回到邮报成为体育版助理总编辑，同年他被选入公司的决策董事会中。

巴菲特在一九七四年刚开始购买邮报股票时，凯瑟琳·格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



兰姆并不担心，但一想到有非家族成员拥有这么多邮报的股票时，即使是无控制权的股票也使她感到震惊和不安。巴菲特就向她保证，柏克夏买入其股票纯粹是投资而已，为了再次向她保证，他建议由唐·格兰姆代理柏克夏股份的表决权，他的提议解决了这个问题。凯瑟琳在一九七四年邀请巴菲特参加决策董事会以做为回报，然后很快地使他成为财务委员会的主席。

由此可见，巴菲特在《华盛顿邮报》里扮演着不凡的角色，在各方面都留下深刻的纪录。七年代的罢工运动期间，他坚持帮助凯瑟琳苦撑过关，等于在她危难时雪中送炭。而且他不狭隘，教唐·格兰姆一些很有用的商业技巧，帮助他了解管理者的角色和他对企业股东的责任。巴菲特人格的魅力在华盛顿邮报得到了充分的展示。我们可以从凯瑟琳和唐纳德的一些行动上看出巴菲特对《华盛顿邮报》的巨大影响。

唐·格兰姆完全清楚华盛顿邮报公司的重要目标。他后来写道："我们会继续为股东的利益经营下去，尤其是长期持股的股东，他们的前景不仅是季终或年终，甚至长期的前景都被看好。我们不会用年销售额的多寡，或我们所控制公司的数目，来衡量我们的成就。"唐·格兰姆表示要"一定严格地管理支出费用"以及"有纪律地训练自己运用资金。"

巴菲特曾经告诉柏克夏的股东，他第一次和华盛顿邮报公司有财务上的关连，是他十三岁的时候，还是个中学生。当时他的父亲在国会服务，他做送报生就专门送《华盛顿邮报》和《时代前锋报》。巴菲特总是喜欢提醒别人，我在格兰姆买下《时代前锋报》前，就已经将这两张报纸给并购了。

从以上已不难看出，巴菲特非常了解报纸丰富发达起来的历史。他认为《新闻周刊》是一个可以预测其未来的企业项目。他也很快地就能知道公司电视台的表现。华盛顿邮报公司多年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



以来，一直报导它们广播部门主要的成效。巴菲特是根据他本身的经验和公司成功的历史判断的，他相信这家公司拥有一贯优良的营运历史，未来的表现将可预见。

巴菲特也许在报业方面有些遗传的。巴菲特的祖父曾经拥有，并且编辑《克明郡民主党报》，一份内布拉斯加州西点市的周报；他的祖母在报社帮忙并在家里的印刷厂做排字的工作；他的父亲在内布拉斯加州大学念书的时候曾编辑《内布拉斯加人日报》；巴菲特自己也曾是《林肯日报》的营业主任。人们常说假如巴菲特不从事商业，那他最可能从事的是新闻工作。

1969 年，巴菲特买下了他的第一份重要报纸，《奥玛哈太阳报》连同一些周报。虽然他尊重高品质的新闻事业，但巴菲特一想到报纸总是把它当作企业看待。他期望一个报社得到的奖赏是利润而不是影响力。拥有《奥玛哈太阳报》让巴菲特学到一些报纸的经营动态。在开始买进《华盛顿邮报》的股票之前，他已经有四年亲手经营报社的经验。所以，他投资报业都是深思熟虑的。

在美国国内大约有一千七百份报纸，其中将近一千六百份没有直接的竞争对手。巴菲特在一九八四年时写道："一份优秀报纸的经济实力是无与伦比的，也是世上最强劲的经济力量之一"。

他已经充分注意到那些报纸的业主相信，他们每年之所以能赚得超乎预期的利润，是因为他们的报纸具有一定的新闻品质。巴菲特说事实上，就算是三流的报纸，如果它是城镇里唯一的报纸，也能赚到足够的利润。无可否认的是，一份高品质的报纸会有较大的市场渗透力，但他解释说即使是一份平凡的报纸，由于它可以将消息广为流传，所以对大众也是很重要的。城镇里的每个企业、每个房屋卖主或任何一个人，只要想将讯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



息让大众知道，都需要报纸的宣传来达到最终目的。巴菲特相信拥有一份报纸，就好像从城镇里每一个想制作报纸广告的企业中，独占刊登广告权利一样。

大家知道，除了一些独占特性外，报纸也有很高的经济商誉价值。如同巴菲特指出的那样，发行报纸所需要的资本很少，所以能轻易地将销售量转成利润。即使报社增添昂贵的电脑辅助印刷机，或编辑部增添电子系统，支出的费用也能很快地借由固定工资成本的减少而补偿回来。报纸也比较容易提高售价，因此，能从投下的资本上产生高于一般企业的报酬，以减少通货膨胀造成的伤害。根据巴菲特的判断，一家报社可以将它报纸的售价加倍，而仍然保有百分之九十的读者，就像《今日美国》一样。这种理论正在被一些报纸企业实验着，并偿到甜头。

远在一九七三年时，华盛顿邮报公司的上市总值是八千万美元。然而巴菲特声称，“大多数的证券分析师、广告媒体经纪人和广告媒体主管，应该会将华盛顿邮报公司的实质价值估计在四亿到五亿美元之间。”巴菲特如何得到这些估计？巴菲特有自己一套准确的推理。

从当年股东盈余开始计算：净收益（一千三百三十万美元）加上折旧及摊销（三百七十万美元），减去资本支出（六百六十万美元），得到一九七三年股东盈余为一千零四十万美元。我们将这些盈余除以美国政府长期债券殖利率（6.81%），华盛顿邮报公司的价值达到一亿五千万美元，几乎是市场价格的两倍，但是仍然远远少于巴菲特的估计。

巴菲特认为：经过一段时间，一份报纸的资本支出将会等于折旧和摊销费用，所以净收益应该接近股东盈余。对此有所了解以后，只将净收益除以无风险利率，这样便得到一亿九千六百万美元的估价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



仅此也就假设了股东的盈余增加率等于通货膨胀率的成长。但是报纸有超乎寻常的调价空间，因为大多数的报纸在社区内是垄断企业，他们价格上扬的速率可以是高过通货膨胀。

最后假设一下：《华盛顿邮报》有能力将实际的价格提高3%，它的价值就接近三亿五千万美元。巴菲特也知道百分之十的税前毛利，低于它历年来百分之十五的平均税前毛利，而且他知道凯瑟琳·格兰姆决定让邮报的税前毛利再一次到达这个数目。如果税前毛利增加到百分之十五，公司的现值会再增加一亿三千五百万美元，使得总实质值到达四亿八千五百万美元。

就是仅对公司的价格做最保守的计算，也看得出巴菲特至少邮报实质价值一半的价钱买下其股票。他认为：在华盛顿邮报市场价格少于其总实质价的四分之一时买入。不管怎样，他都在公司价格大幅低于它的实质价值时明快地买进。巴菲特谨守班·格兰姆投资的前提，折价买进才会保有安全边际。

当大家察觉到长久以来公司一直有意地减少它的负债，那么这些高于平均的收益就格外令人瞩目。

当巴菲特购买《华盛顿邮报》股票的时候，它的股东权益报酬率是15.7%，这样的结果是很普通的，大部分的报社都可以做得到，而且也只略高于史坦普工业指数的平均股东权益报酬率。但是在五手内，邮报的股东权益报酬率增加了一倍，是当时史坦普工业指数平均股东权益报酬率的两倍，这也比普通的报社高出50%。以后的十年间，邮报维持它领先的地位。到一九八八年，它的股东权益报酬率更到达36.3%。

在一九七三年，长期负债对股东权益的比例为37.2%，在报业是第二高的比例。令人惊讶地是到了一九七八年，凯瑟琳·格兰姆减少了公司的70%的负债。

在一九八三年，长期负债对股东权益的比例降低到2.7%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



是报业平均数值的十分之一，因此邮报创造的股东权益报酬率比其他同业高出10%。一九八六年，邮报在投资蜂窝式电话系统，和购买首都集团的五十三个有线电视系统之后，公司负责金额高达三亿三千六百万美元。但在一年之内，即减少到一亿五千五百万美元。到了一九九二年，它的长期负债是五千一百万美元，而且长期负债与股东权益比是5.5%，报业的平均值是42.7%。

到了华盛顿邮报公开上市六个月后，凯瑟琳·格兰姆与华尔街的证券分析师们会面并告诉他们，企业的第一要事就是在公司现有的营运活动中，赚取最多的利润。电视台和《新闻周刊》的利润继续在增加着，但报纸的利润却正逐渐趋于平稳了。

格兰姆女士表示，主要的原因是高生产成本，也就是薪金太高。买下《时代前锋报》之后，公司的利润开始了激增。这便是报纸的利润相对平稳的原因。

报纸工会组织工人罢工时，经营者都选择实现罢工者的要求，这种妥协，主要是他们不愿冒停工的危险。此刻，华盛顿特区仍然只有三家报纸。经过了五十年代和六十年代，逐渐增加的薪资费用使利润减缩。格兰姆女士告诉那些分析师，这些问题是一定会解决好的。

在工会合同在七十年代开始期满的时候，格兰姆女士邀请那些工会谈判人员，与他们交换意见。一九七四年，借着报纸同业工会的协助以及冗长的谈判之后，公司平息了一次罢工，那些印刷工人接受了新的合约。在一九七五印刷工人罢工期间，格兰姆女士在劳资合同上坚定的立场开始成型。

这次的罢工非常激烈而且充满暴力，因为工人们在罢工之前任意破坏新闻室，对他们的同情因而消失了。管理者自己操作印刷厂，报业工会和印刷工会跨过彼此的界限，互相帮忙，成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



了难兄难弟。四个月后，格兰姆女士宣布公司正在雇用不属工会的印刷工人，罢工再不结束，原来的印刷工人将失去饭碗，她赢得了这次胜利，工人只好复工。

一九七三年，邮报的税前毛利率是10.8%，远比在六十年代，公司历年来15%的毛利率为低。在成功地对劳工合同重新谈判之后，邮报的财富增加了。到了一九七八年，毛利率曾经升到19.3%，五年内增加了80%，巴菲特的赌注有了收获。到了一九八八年，邮报的税前毛利率最高达到31.8%，远远高于报界平均的16.9%和史坦普工业指数平均值的8.6%。虽然在九十年代早期，公司的毛利率已经有些下跌，但仍比同业的平均值高。巴菲特的脸上露出了笑容，他深沉的目光再次流露出了得意之情。

巴菲特倾向于将公司的超额盈余回馈给股东。华盛顿邮报公司为它的股东赚取大量的现金流量。因为赚取的现金，比转投资于本业所需的资本大了许多，所以经营管理阶层面临二个需要以理性判断的抉择：将多出的盈余归还给股东，或将钱运用在新的投资机会上，以获取利润。当凯瑟琳·格兰姆任总经理的期间，华盛顿邮报公司是报界第一个大量买加本身股票的报纸公司。在一九七五和一九九一年之间，公司以令人难以置信的每股六十美元价格，买下自己百分之四十三的股份。

公司也能选择经由增加股利的发放，而将多出的盈余归还给股东。一九九〇年，由于积有大量的现金库存，华盛顿邮报公司投票决定，将它每年给股东的股息从一点八四美元增加到四美元，增加了117%。

华盛顿邮报除了将超额的收益回馈给股东以外，公司也购买了几个有利可图的企业。一九八六年，公司从首都集团购买有线电视网，而使首都集团有足够的财力收购美国广播公司电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



视网；邮报也是早期对蜂窝式电话工业进行投资的企业；在一九九三年，公司也在德州购买了两家电视台。

年轻有为的唐·格兰姆的目标是从事成本较低且有利可图的投资，以充分运用现金。因为他知道有无数企业的股票正急于求售，格兰姆已经发展出特殊的指导方针，帮助他对某一购买机会说“不”，他承认这比说“好”来得重要。他在找寻一个“有挑战性、不需要庞大的资本支出，而且有合理议价能力”的企业。

此外格兰姆强调“我们对自己了解的企业有强烈的偏好”，也给与它们机会，“我们比较喜欢将钱投资在一次大的赌注上，而不是将我们的资金广泛地散布在许多小的投资上。”格兰姆的收购方式是模仿巴菲特在柏克夏·哈斯威的那种惯用策略。

九十年代初期，报纸企业的生态有了较大改变。一九九〇年，美国面临经济不景气，中大西洋区尤其严重。这一年，《华盛顿邮报》的销售量和盈余严重下降了。本次经济的不景气，对《水牛城新闻报》和《华盛顿邮报》都造成了巨大麻烦，就连巴菲特自己，也承认甚感惊讶。他曾问过自己一个问题：这次下跌是预期中经济循环的一部分，或是令人担心的——代表报纸企业生态长期的改变？

最后，巴菲特的结论是，与美国一般的产业相比，报纸仍会保持它平均水准以上的业绩，但其实质价值将会比他或任何其他媒体分析师稍早所预测的低，因为报纸失去了他们的价格弹性。在几年当中，经济活动减缓，广告商人也缩减开支，报纸仍然能够借由提高广告费率来维持利润。如今报纸已不再是垄断事业，广告商已经找到更为便宜的 与他们的顾客接触：有线电视，直接邮购和附在报纸内的广告夹页。广告经费分散于更广的媒体选择上，所以报纸在广告媒体上的优势地位已经不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



复存在了。到了一九九一年，巴菲特深信报业获利能力的改变，不仅表示长期永久的环境改变，也和暂时性景气循环的变化有关。

他承认“事实是——报纸、电视以及杂志的经济特质，已经开始类似于一般企业，而不再是拥有特许权的特权阶级。”

大家知道，经济景气循环的改变对短期盈余虽有伤害，却不会减少公司的实质价值；永久性的改变则不仅减少盈余，也减少公司的实质价值。然而巴菲特表示，华盛顿邮报公司实质价值的改变，和其他的媒体公司比较尚属中等。理由有二：首先，邮报五千万美元的行期负债，和它四亿美元的库存现金，要偿还负债卓卓有余。在公开上市的报纸中，《华盛顿邮报》的确是唯一没有负债的。结果，巴菲特认为，“它们的资产价值并不因负债，而有显著的下跌。”其次他强调，华盛顿邮报公司的营运状况非常乐观。

巴菲特的目标很明确：选择能将每一美元的保留盈余，转化成至少有一美元市场价值的公司。如果该公司的经营者，长久以来一直将他们公司的资金做最佳的投资，那么经由这种测验方式，将能很快地突显出其优异的报酬率。如果把他们所有的保留盈余都投资在这样的公司，并且得到高于平均水平的报酬，那么公司股票的市场价值，将成为正比例大幅上涨。

我们知道，华盛顿邮报从一九七三年到一九九二年，为它的业主共赚了十七亿五千五百万美元。从这些盈余中公司拨给股东二亿九千九百万，然后保留十四亿五千六百万，转投资于公司本身。一九七三年，WPC 的市场总价值是八千万美元。从此以后，其市场价值就一路上涨到二十七亿一千万美元（见表 8.1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**表 8.1 华盛顿邮报—市场价值变动**

$ 单位：百万美元

| | 净收益 | 股利支付 | 保留盈余 | 市场价值 |
|---|---|---|---|---|
| 1973 | 13.3 | 1. 9 | 11. 4 | 80. 8 |
| 1974 | 14. 4 | 2. 4 | 12. 0 | 81. 3 |
| 1975 | 12. 0 | 2. 4 | 9. 6 | 100. 3 |
| 1976 | 24. 5 | 2. 2 | 22. 3 | 219. 8 |
| 1977 | 35. 5 | 3. 0 | 32. 5 | 291. 9 |
| 1978 | 49. 7 | 4. 8 | 44. 9 | 369. 9 |
| 1979 | 43. 0 | 5. 6 | 37. 4 | 299. 3 |
| 1980 | 34. 3 | 6. 2 | 28. 1 | 316. 3 |
| 1981 | 32. 7 | 7. 0 | 25. 7 | 441. 3 |
| 1982 | 52. 4 | 7. 9 | 44. 5 | 780. 8 |
| 1983 | 68. 4 | 9. 4 | 59. 0 | 1038. 0 |
| 1984 | 85. 9 | 11. 2 | 74. 7 | 1122. 6 |
| 1985 | 114. 3 | 12. 9 | 101. 4 | 1522. 6 |
| 1986 | 100. 2 | 14. 4 | 85. 8 | 2000. 9 |
| 1987 | 186. 7 | 16. 4 | 170. 3 | 2402. 0 |
| 1988 | 269. 1 | 20. 1 | 249. 0 | 2710. 9 |
| 1989 | 197. 9 | 23. 5 | 174. 4 | 3515. 1 |
| 1990 | 174. 6 | 48. 5 | 126. 1 | 2348. 5 |
| 1991 | 118. 7 | 49. 9 | 68. 8 | 2301. 3 |
| 1992 | 127. 8 | 49. 7 | 78. 1 | 2710. 6 |

注：1973—1993 年之保留盈余总和为 $ 1、456。同期之市场价值变动为 $ 2，629.8，每一元之保留盈余创造 $ 1.81 元之市场价值。

从一九七三年到一九九二年间，其市场价值总共上涨了二十六亿三千万美元。在那二十年间，WPC 为它的股东所保留的每一美元盈余，经转投资后其市场价值增值为 1.8 美元。

巴菲特曾经告诉人们，就算一份三流的报纸也能赚得相当的利润，因为市场对报纸并不要求很高的标准，完全是经营者的自我要求；而且在其同行业间，经营者的高标准和能力，就直接决定了企业盈利的多少。一九七三年，假如巴菲特曾在加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



内公司、骑士报、纽约时报等报社上投资一千万美元，如同他在华盛顿邮报公司做的投资一样，那么他的投资报酬会高于平均值（见图 8.2），反映了这段期间报纸企业独特的经济生态。

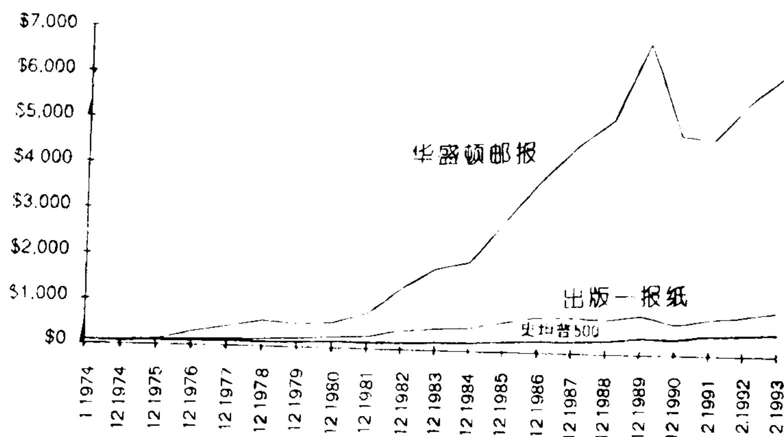



图 8.2　华盛顿邮报普遍股股价与
史坦普 500 和出版（报纸）业指数的比较

但是巴菲特强调，WPC 较其同行业在市场价值上高出的两亿到三亿美元，“大部分是由于凯（凯瑟琳・格兰姆）所做的管理决策，和大多数其他媒体公司经营者相比，有较好的品质。”凯・格兰姆头脑精明，低价购买大量 WPC 的股票。巴菲特也认为她很有勇气，能面对那些劳工工会，减少费用增加报纸的企业价值。

投资人在过去几年中购买华盛顿邮报的股票，将其股价逼近它的实质价值，此举也显示了他们的常识。巴菲特说柏克夏从它对 WPC 的投资中得到“三重利益。”

首先，过去二十年中媒体企业价值不断飞涨；其次，公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



实质价值的折价空间缩减；第三，因为公司买回股票的行动，使得公司每股的企业价值快速地增加。整体看来，股价的上涨超过公司实质价值的上涨。

在一九八五年，当 WPC 的市场价值是十五亿美元的时候，巴菲特担心公司每股的价值不能反映它以前的成长率。今天，在市场价值接近三十亿美元时，这现象尤其明显。既然媒体公司已丧失了他们拥有特许权的优势地位，管理者应该另寻公司未来的方向。华盛顿邮报公司的股东很幸运，因为他们有凯瑟琳·格兰姆为公司做恰当的定位。WPC 实际上没有负债，而且一直都有效控制成本，此外公司也重视股东的权益。这些特性使得 WPC 在加入这个竞争激烈的企业环境中时，能鹤立鸡群般突显出来。当首都集团购买美国广播公司的时候，巴菲特被迫辞去华盛顿邮报公司委员会中的职位。然而八年之后，他的影响力仍深入公司的经营管理的哲学中，这家了不起的公司在自己的运作过程中总让人看到巴菲特的影子。

## “保险”的保险

GEICO 企业是一个保险组织，其业务包括个人的产物保险与意外保险。它最大的子公司，政府员工保险公司，专为政府员工和军事人员承保其私用汽车乘客意外险。该公司也为房屋所有人及其他合格的申请者保多种保险。另外一个子公司，GEICO 一般保险公司，替其他的申请人承保私用汽车险。今天，GEICO 是国内第八大承保私用汽车乘客意外的保险业。

这家保险公司于一九三六年由利奥·格德温建立，他原来是一名保险会计师。格德温的想法是成立一家直接以邮寄方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



往来，且只为驾驶者承保意外事故险的公司。格德温发现政府员工这个族群，发生事故的次数较一般人少一些。他也知道直接销售保单给驾驶者，公司能够免除与保险经纪人有关的经常性费用，这个支出一般占保费的百分之十至二十五。格德温计算，如果他将那些开车小心的驾驶人区分出来自成一群，而且直接经由储金发行保单，他有机会成功。

他开始实施计划。格德温邀请德州沃斯堡的银行业者，克利夫·瑞亚做为他的合伙人。格德温投资二万五千美元，而且拥有百分之二十五的股票；瑞亚投资七万五千美元，拥有GE-ICO百分之十五的股票。一九四八年，公司从德州搬到华盛顿，那一年，瑞亚家族决定卖出它们的股份。瑞亚雇请洛瑞默·大卫逊，一位巴尔的摩的债券交易员，来协助他出售手上的股票。大卫森则邀请华盛顿特区的律师大杰·克里杰帮他找买主，于是克里杰与格兰姆——纽曼公司接洽。班·格兰姆决定以七十二万美元购买瑞亚一半的股票；瑞亚另一半的持股被克里来和大卫逊巴摩机构已经收购过去了。

正是由于格兰姆一纽曼公司是投资基金，因此证券交易委员会限制它对GEICO·的持股只能占保险公司总值的百分这十，所以格兰姆必须把GEICO的股票分给基金的合伙人。

几年后，当GEICO变成资本额十亿美元的公司时，格兰姆个人持有的股票价值也有数百万美元了。

洛瑞默·大卫逊在格兰德温的邀请下，加入GEICO的管理小组。一九五八年，他成为董事长并且领导公司直到一九七〇年。在这段期间，委员会将GEICO的车险业务扩展到专业管理、技术和行政工作人员。新策略出击成功，GEICO的市场占有率从原来的15%，成长到目前包括所有汽车车主50%的市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



由于新的被保险人族群，最后被定在像政府员工之类的小心驾驶者，所以承保利润大幅上扬。这个时期是GEICO的黄金年代，在一九六〇年和一九七〇年之间，政府的保险管理单位被GEICO的成功所迷惑，而它的股东们则看着股票上涨。人的保费/理赔比例超过5：1。这个数字反映出公司所承担的风险，传统中这个比例不超过3：1，因为政府的保险业管理单位对GEICO印象深刻，所以允许它超过该产业的平均比例。

六十年代晚期，GEICO的运气开始转坏。一九六九年，公司宣布它当年度的准备金低估了一千万美金。虽然赚进了二百五十万美元，公司实际上仍是亏损的。下一个年度，虽然它们已调整收益金额，但是，公司仍旧低到准备金，这次少了两千五百万美元，所以一九七〇年到八〇年十年间，不但没有保险收益，反而出现惨重的损失。

保费收入——保险公司从保险客户身上得到的年度总收入。从这些保费中，公司负责在此年度期间对汽车加强提供保障。保险公司的支出包括保险损失，给付加强者的理赔或损失费用及处理理赔的行政费用。这些总花费不仅必须反映当年所需的支付费用，而且也要评估尚需支付的理赔金额。

评估项目区分为两类："理赔成本和费用支出"，也就是公司当年度预期的支付费用；"调整准备金"，用来弥补前几年短缺的准备金。一些保险理赔由于进入诉讼程序多年未获解决，所以时常牵涉许多法庭和医疗方面的事务，而必须支付相当庞大的费用。GEICO面临的问题不只是它所签的保不稳定，因而必须认别损失，还有它对早期准备金估算的不足。

大卫森于一九七〇年退休，由华盛顿的律师大卫·克里灰接替，公司的经营责任落到诺曼·吉登身上，他身兼董事长和总经理，他接下公司后的一些明智的作为，都显于GEICO正试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



图从它在一九六九和一九七〇年所造成的准备金混乱状态中跳出业。在一九七〇年一九七四年间，新汽车保单的数量以年增率百分之十一的比率成长，而在一九六五年至一九七〇年时，平均只有百分之七。此外在一九七二年，公司正进行一项花费巨大而且极具野心的管理分权计划，这个计划需要在不动产、电脑设备和人事费用上做庞大的投资。

慢慢到了一九七三年，公司在面临激烈的竞争状况下，降低了承保标准而且扩大它的市场占有率。

GEICO 对新保的汽车加强管理，首次包括蓝领阶级工人和年龄在二十一岁以下的驾驶，这两个族群都有不稳定的驾驶历史。执行公司扩充计划和增加汽车驾驶保单数目这两个策略性改变的同时，美国也刚好于一九七三年取消价格控制。不久，汽车修理和医疗照顾费用暴增。

GEICO 承保的保单开始出现损失是在一九七四年的第四季度。那一年，公司宣布了六百万美元的保险损失，二十八年来它第一次认到亏损。令人费解的是，该年度保费对理赔的比例是 5：1，尽管如此，但是公司仍继续追求成长；一九七五年第二季度，GEICO 宣布公司亏操作更加严重，而且宣称要删减公司股利 0.8 美元。吉登请米利曼及罗勃森顾问公司研究使 GEICO 逆转此下滑趋势的方法，并提出建议。

但是一番研究的结果显示，公司的前景并不是很乐观。该顾问公司表示，GEICO 的准备金欠缺三千五百万到七千万美元，而且需要引入资金维持生存。委员会接受米利曼及罗勃森的研究结果，并向公司股东宣布。此外，委员会预计一九七五年的保单损失，会接近令人震惊的一亿四千万美元（实际结果是一亿两千六百万美元），股东和政府保险业管理单位都为此而惊慌失措。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



这几年有点奇怪。一九七二年，GEICO 的股价上涨到有史以来的最高点：81 美元（见图 8.3），到一九七三年，股价减半；一九七四年，更进一步下跌十美元；一九七五年，当委员会宣布预期损失金的时候，股票跌至七美元。

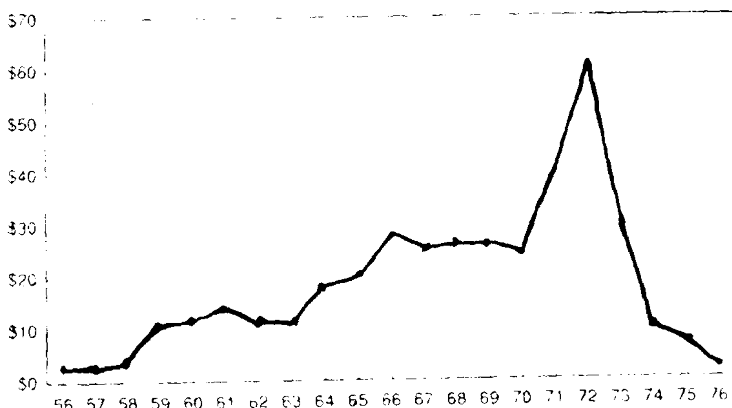



图 8.3　GEICO 股价的起伏，1956—1976

一些股东控告公司有欺诈行为，提出共同起诉案对抗公司。GEICO 的主管认为公司所遭遇到的灾难，完全是因为通货膨胀及法庭、医药费用的增加所造成的，但其实所有的保险公司都面临到这种问题，GEICO 的问题是以前它只为细心的驾驶者投保，而现在却从这种成功的传统中偏离开来。此外它没有再核对相关的费用，当公司扩大业务时，它对预期亏损的假设严重失当，以至无法涵盖那些更新、更频繁的理赔情况。在公司低估它保险亏损的同时，却又逐渐增加固定费用的支出。

一九七六年三月在 GEICO 的年会上，吉登慷慨陈辞，承认别的总经理应该可以将公司的问题处理地更好。他着重宣布公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



司董事会曾经指示专门委员会，寻找新的经营者。GEICO 的股价仍然疲软不堪，股价已经降至美元，而且继续下降。

直到一九七六年年会之后，GEICO 宣布旅行者公司四十五岁的行销主管约翰·伯恩，将成为 GEICO 的新总经理。伯恩被任命不久，公司宣布上市出售七千六百万美元的特别股，以增加它的资本。但是股东已经不抱希望，所有股价下滑到二美元。在此时期，巴菲特不动声色且坚定地购买 GEICO 的投票，当公司即将破产之际，他一下子投资四百一十万美元，以平均每股 3.18 美元的价格买进一百二十九万四千三百零八股，在股票的赌场上，他再次抛出大赌注。

大学时期的巴菲特已经相当会做生意了。一九五〇年，他还在哥伦比亚大学念书时候，就注意到他的导师本·格兰姆是 GEICO 董事之一。强烈的好奇心刺激巴菲特花了一个周末去华盛顿拜访这家公司。第一个星期六的上午，他敲了公司的门，一名守卫让他进去；守卫带领他去见当天唯一在营业处的主管——洛瑞默·大卫逊。巴菲特有许多想求教的问题，大卫逊也耐心地花了五个小时告诉他 GEICO 的各种特点，菲利普·费歇因此对巴菲特留下深的户好印象。

后来当巴菲特回到奥玛哈他父亲的经纪公司时，他推荐公司顾客购买 GEICO 的股票，而他自己也投资一万美元在 GEICO 的股票上，大约是当时他所有财产的三分之二。然后，许多投资署拒绝了他的建议。奥玛哈的保险经纪人向霍华德·巴菲特抱怨他的儿子推荐一家“无人敢当经纪人”的保险公司，让他感到非常灰心。一年后，巴菲特卖掉手上的 GEICO 股票，赚得百分这五十的利润，然后一直到一九七六年以前都没有再买 GEICO 的股票。

已经成熟的巴菲特毫不在乎，继续向他的委托人推荐保险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



业股票。他以它盈余的三倍，购买堪城人寿的股票，他在柏克夏·哈斯威的有价证券投资组合里，拥有麻萨诸塞州损害赔偿及人寿保险公司。一九六七年他购买国家偿金公司的控股权。在以后的十年中，杰克·林华特教导巴菲特如何经营保险公司，这次的经验帮助巴菲特了解保险公司如何赚钱，这种经验不易从其它地方得到。尽管GEICO的财务状况仍是摇摇欲坠，它却给予巴菲特信心购买其股票。

除去柏克夏控股公司持有的四百一十万美元普通股投资之外，巴菲特也投资一千九百四十万美元在GEICO所发行的可转换特别股上，这次的股票发行为公司增加了新的资本。

两年以后，柏克夏将这些特别股转成普通股，并在一九八〇年，他以柏克夏的钱转投资一千九百万美元到GEICO，一九七六年和一九八〇年之间，柏克夏对GEICKO的投资总额为四千七百万美元，以每股平均6.67美元的价格购买七百二十万股GEICO的股票。柏克夏现在拥有GEICO百分这十三的股份。到了一九八〇年，柏克夏对GEICO的投资增值了百分之一百二十三，价值达到一亿零五百万美元，变成巴菲特最大的持股了。

汽车保险虽然属于日常必需品，但巴菲特认为，这样的企业如果在定价上有稳定及高度弹性的优势，就一定能赚钱。这个描述非常符合GEICO的实情。我们也一家销售日常必需品的企业，它的成败，经营管理能力是最重要的变数。自从柏克夏买入GEICO的股票后，从其领导阶层的实际表现来看，GEICO的确有它的竞争能力和优势。

当你知道巴菲特的表现以后，第一个反应可能是巴菲特违背了他关于公司稳定经营史的法则。很显然，GEICO的营运在一九七五年和一九七六年完全不具一致性。当伯恩成为GEICO总经理时，巴菲特就说，他的工作目标是使公司业绩起死回生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



但是，巴菲特提及起死回生是一件非常困难的事。

我们如何解释柏克夏对GEICO的购买行为?

就某一方面看来，它似乎是项例外。伯恩成功在让公司起死回生，而且重新将其定位以投入保险业的竞争中，但更为重要的是，巴菲特表示GEICO还未寿终正寝，只是受创而已。它在提供低价、无中间代理的保险商品上所具有的特许权仍然是独一无二的。此外，市场上仍然存在着小心驾驶的族群，公司仍右提供某保险需求赚取利润；在价格基础上，GEICO一定可以打败它的竞争者。

十年来，GEICO将资金投注在其竞争优势上，并为它的股东赚取了丰厚的利润，巴菲特认为这些优点依然存在。GEICO在七十年代所遭遇的困境，与其是否还保有市场上的特许权毫无关系，而是因为业务上以及财务上的问题使公司误入歧途。即使没有任何资产净值，GEICO还是非常值钱，因为它的特许权仍在。

当约翰（杰克）·伯恩在一九七年年接管GEICO的时候，他使政府的保险管理单位和竞争对手深信，如果GEICO破产将会对全体的保险业造成伤害。他拯救公司的计划包括提高资本、得到其他公司再保险的合约，使GEICO部分的保单获得再保，并积极削减成本。“自力更生”，伯恩如此呼吁，这个作战计划的目的是推动公司转亏为盈。

为了实施自己的作战计划，伯恩在他上任的第一个年度，就关闭了一百个营业处，将营业员人七千人减少到四千人，并且更改它的执照许可证，以便在纽泽西纽州和麻萨诸塞州销售保险。伯恩告诉纽泽西州的政府管理单位，他将不会更新该州的二十五万份的保单，这将使公司每年花费三千万美元。然后，他撤除这套使保险客户可以不必提供新的资料，就能更新他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



保险电脑化系统。

当伯恩下令执行这个新命令的时候，他发现公司百分之九的更新保单所定的保费过低，当 GEICO 对这些保单重新定价的时候，四十万个保险客户决定中止他们的保险。伯恩的行动使保险客户的总数，由二百七十万减到一百五十万，GEICO 在一九七五年是国内排名第十八位的保险公司，一年后降为第三十一位。尽管人数减少，GEICO 在一九七六年损失一亿二千六百万美元之后，一九七七年，伯恩的第一个责任年度，就从年度营收的四亿六千三百万美元中，赚了五千八百六十万美元，令人印象很深刻的。

这就告诉人们，GEICO 能够迅速恢复是伯恩努力的成果，而他在公司成本支出上所坚持的原则，使 GEICO 能持续改善其经营能力。伯恩告诉股东，公司必须重新实行刚开始创立时的原则，提供保费低廉的保险商品。他的报告详细说明了如何持续减少公司的成本，即使是在一九八一年，当 GEICO 还是全国第七大汽车保险承保者的时候，伯恩仍与另外两个主管共用秘书；他极力宣传公司如何从一年前每个员工负责二百五十份保单，进步到每个员工负责三百七十八份保单。

在进行改革的几年中，他是一个主要的推动者。巴菲特表示："你就像鸡场的农夫，滚着一颗驼鸟蛋进入女舍并说：'女士，这正是竞争下的产品'。"

过去几年来，伯恩很高兴向股东的报告这些 GEICO 成功的进展，当情况变坏的时候，他也坦白相告。一九八五年，公司因为低估亏损而暂时不稳定。在给股东的第一季度报告中，有一段文字这样写道，伯恩"比喻公司的情况就像领航员告诉他的乘客：'坏消息是我们迷失了，但是好消息是我们有很多的时间。'"公司很快地重新站稳脚跟，并在下半年度发布获利的消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



息。但同时重要的是，公司因为对它的股东坦白而赢得声誉。

i 杰克·伯恩于一九八六年离开 GEICO，转去领导消防员基金，GEICO 坦诚报告其营运善的声雀始终不附。一九九一年，GEICO 博得《华盛顿邮报》一篇名为《鼓励据实以告》的报导的正面评价，邮报写道："主席比尔·史奈德和副主席路·辛普森再度让股东看到公司毫无修饰的优点和缺点。"

一般而言，保险公司能以两种方式获利：一是通过他们发行的保单赚进利润；二是通过保险客户支付的保费做明智地投资。一般的情况是来自保单的利润远少于投资产生的利润，于是当金融市场可以提供较高的报酬时，保险公司甚至赔售保单以聚集更多的保费投资。投资部门的主管必须为公司的盈余负绝大部分的责任。

路易斯·辛普森，GEICO 的副总经理，专门负责公司资金的运用，包括合资经营。辛普森是普林斯顿大学的经济学硕士，毕业后他虽然有些舍不得放弃母校所提供的教职，最后还是选择了史坦罗及法尔汉姆投资公司的工作。一九六九年，他加入西方资产管理公司的工作。一九七九年他跳槽到 GEICO 前，已经是西方资产管理公司的董事长和总经理。

巴菲特和杰克·伯恩在与辛普森面谈时，巴菲特说他记得辛普森独立的个性，"他具备从事投资工作所需要的理想气质，在与群众合作或抗衡时他也不会特别地开心；他有自己的想法，也乐于其中。"巴菲特的直觉告诉他辛普森具备的性格，使他能够抵抗法人机构的压力，及避免盲从思考的模仿。

辛普森非常怀疑华尔街的传统名言，他想找到自己的行动原则。在辛普森为 GEICO 所建立的投资指导方针中，可以发现他希望能够做到独立行动及思考。第一个方针就是"**独立的思考**"。所以他像巴菲特一样，贪婪地阅读日报，杂志、期刊和年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



度报告，他相信一个投资经理人在接受基本财务的训练之后，最重要的工作是保持阅读和汲取资讯，直到概念实现。辛普森经常面对许多好的概念而不知如何取舍，但他不愿接受多数经纪分析师公然的建议。一位 GEICO 的前决策者说："路易斯是一个安静的人，在这个现代化的世界里，每个人都宁愿用电话谈天，也不愿花心思在基本研究上，而路易斯在作这种基本研究？"

GEICO 的第二个方针是"投资是为股东经营高报酬率的企业"。辛普森在看到一家能维持高于平均获利能力的公司后，他会找公司的管理者面谈，以确定他们心目中优先考虑的是让股东价值达到最高，还是扩张公司的规模。

辛普森希望得到的管理人员，是在他们自己的公司中有一定数量的投资金额。在与公司股东接触时，他表现的非常率直，就像对伙伴一样。最后，他测试管理人员是否有意愿放弃已经失去获利能力的企业，而以多余的现金为股东买加公司股份。

GEICO 的第三个方针是"即使对评价很高的企业，也只支付合理的价格。"辛普森是个很有耐心的投资人，他愿意等到企业的价格变得有吸引力时才购买股票。辛普森认为最庞大的交易是价格过高的不良投资。

第四个方针是"长期的投资"。辛普森并不注意股票市场，也从不预测短期市场的变化，他说："股票市场在许多方面就像是天气，如果你不喜欢目前的情况，你所能做的就是再等下去。"他对股市的解就是这样。

GEICO 的最后一条方针是"不过度分投"。辛普森认为太过广泛且多变的投资组合，反而只会造成平庸的结果。他承认与巴菲特的谈话对他很有帮助，使他在这个题目上的想法能够澄明下来。辛普森的作法是将他的持股集中。如同手榴弹的集束，威力才大。一九九一年，在 GEICO 八亿美元的投资组合中，只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



包含八种股票。这数字未免有点少量。

一九七九年开始，辛普森所控制的股票投资组合，到一九八九年十年间，产生的年复利报酬率为 26.1%，而史坦普五百大工业指数仅有 17.4%；从一九九〇年开始，GEICO 的投资组合都以 16.5%的年成长率上涨，而史坦普指数则为 10.8%。多年来辛普森带领 GEICO 脱离垃圾债券，以及高风险的不动产持股行列。

当其他的保险投资经理人盲从其他法人机构的行为，而危及他们公司资产净值的时候，辛普森以保守的投资方式，为 GEICO 的股东创造高于平均的报酬。巴菲特因此宣传他说："在产物和意外保险公司界里，路易斯·辛普森是最好的投资经理人。"对他进行了高度的评价。

在经营 GELCO 的整体资产中，有三个人占的位置很重要。他们是杰克·伯恩和他的继承人比尔·史奈德与路·辛普森。他们多年来已经示范了理性经营 GEICO 的整体资产。尤其是辛普森取得的成就最大。

伯恩接下 GEICO 保险理赔危机这个担子以后，他为公司重新定位，以追求稳定的成长。伯恩认为以较缓慢的速度成长，可以小心地临近公司的承保损失的费用，这比公司以两倍的速度成长却无法控制财务，更为有利。从那时起，GEICO 已经为它的股东不断地赚取承保利润高。

而事实上，辛普森在投资上的成就所产生的大量盈余，已经是以用来弥补预估损失；简单地说，公司资本的累积远远超过资本的使用。

一九八三年，GEICO 无法将它的现金做有利的投资。就决定将现金回馈给股东，方式是买回股份。路易斯因此说："可能是我们的标准定的太高，或者是我们愿意支付的价钱（收购）太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



低。"从一九八三年起，在股权未稀释的基础上，GEICO 已买回三千万股股票，缩减了公司 30%流通在外的普通股股票。

我们知道，除了买回股票之外，GEICO 也大大方方地增加它支付给股东的股利。在一九八〇年，公司的股利是每股 0.09 美元（见图 8.4）；到一九九二年，支付的股息是每股 0.6 美元。从一九八〇年开始，GEICO 支付给股东的股利每年增加 3%，深得人心。

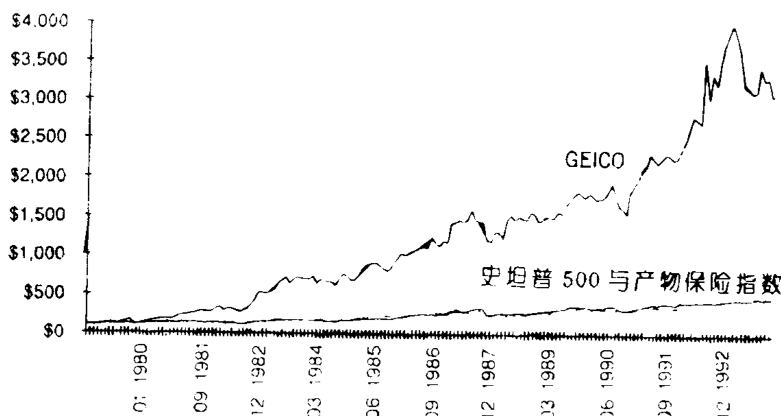



图 8.4 GEICO 普通股股份价与史坦普 500
及产险一意外险业指数的比较

自一九八二年以来形势大好，GEICO 的股东权益报酬率平均为 21.2%，是同行业平均值的两倍。在一九九〇年以后这些年，由于公司股东权益的增加速度比盈余还快，所以股东权益报酬率降低。因此根据财务逻辑，公司必须增加支付的股利和买回股票，其目的是减少资本，以维持一个令人可以接受的股东权益报酬率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



一九八〇年，公司股东权益报酬率是30.8%，几乎是同业间平均值的两倍。虽然在一九八四年和一九八八年股东权益报酬率都在下跌，GEICO的表现仍优于业界的平均值。一九九二年，公司股东权益报酬率滑落到14%，主要因为是当年美国遭受到多次的天然灾害，包括安德鲁大飓风等。这纯属于天意。

有一点大家要记住，投资人可以用几种方式来比较保险公司的获利能力，税前毛利率是其中一个最好的参考，过去十年里，GEICO的税前毛利率是同行业中最稳定的（有最小的标准差）。

GEICO管理严格，它严密控制它所有的花费，同时仔细追踪处理保险理赔所需的相关费用。GEICO的企业支出平均占保费收入的15%，是同业平均值的一半。这么低的比例多少反映出一些GEICO不必负担的保险经纪人成本。

GEICO的企业支出和保险理赔损失合计的比例，明显的优于同业平均值。从一九七七年到一九九二年，同业平均值只在一九七七年唯一一次超过GEICO；在那之后，GEICO的合计比例平均为97.1%，优于同业平均值十几个百分点。GEICO只有两次出现保单理赔损失，一次在一九八五年，另一次在一九九二年。一九九二年那次是由于当年美国遭受到异常频繁的天然灾害，以至加重了保单签约的损失，如果没有安德鲁飓风和其他严重的暴风雨，GEICO公司的合计比例会更低，约为93.8%。

当巴菲特开始买进GEICO股票时，公司正处于破产的边缘，但是他说，因为GEICO公司有保险市场的特许权，有能力提供差异化商品，所以即使其净值是负的，整体上有一定的价值。在一九七六年，由于根本没有盈余，公司拒绝约翰·威廉斯所提出的计算公司价值的建议，威廉斯假设企业的价值是决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



定于企业生存期间，预期的净现金流量以适当的贴现率折成现值；尽管GEICO的未来现金流量是不确定的，巴菲特确信公司会继续生存下去，而且有一天会开始赚钱，不过能赚多少，或什么时候开始会赚就值得深思了。

在一九八〇年，柏克夏·哈斯威拥有GEICO三分之一的股份，他总共投资了四千七百万美元。这一年，GEICO总市场价值是二亿九千六百万美元。即使这样，巴菲特估计公司仍处于安全边际。一九八〇年，公司从年度营收的七亿零五百万美元中赚了六千万美元，柏克夏从GEICO的股票上赚进三千万美元。根据巴菲特的计算，“假使同样从一个有一流体制及光明前景的企业投资中，要赚进两千万将花费至少二亿美元。”如果买的是公司经营的控制权，则成本可能更高。

尽管如此，巴菲特两亿美元的假设也很接近事实，让我们利用这个理论来看威廉斯的例子。假设在没有任何额外资金的援助下，GEICO仍能维持六千万美元的盈余，再以当年度美国政府三十年公债为基础打百分之十二的折扣，GEICO的现值应该是五亿美元，几乎是GEICO在一九八〇年市场价值的两倍，如果公司的获利能力可以实质提升百分之二，或在当时的通货膨胀发生前提升百分之十五，GEICO的现金值会增加到六亿六千六百万美元，而柏克夏的股份就相当于两亿两千二百万美元。换句话说，在一九八〇年；GEICO股票的市场价值还不到其获利能力折现值的一半呢。

GEICO的市场价值在一九八〇是两亿九千六百万美元，从这一年开始它的市场价值不断增加，到一九九二年度成四十六亿美元(见表8.2)总共增加了四十三亿美元，十三年间，GEICO赚了十七亿美元。公司以支付普通股股利的方式，分给股东两亿八千万美元，而保留十四亿美元做转投资，因此对每一美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的保留盈余，GEICO 都为它的股东创造了三点一二美元的市场价值。

**表 8.2　GEICO 公司—市场价值的变动**

（$ 单位：百万美元）

| | 将收益 | 股利支付 | 保留盈余 | 市场价值 |
|---|---|---|---|---|
| 1980 | 59.6 | 9.7 | 49.9 | 296.3 |
| 1981 | 64.4 | 10.3 | 54.1 | 559.0 |
| 1982 | 77.5 | 11.3 | 66.2 | 879.7 |
| 1983 | 94.8 | 15.0 | 79.8 | 1185.3 |
| 1984 | 100.4 | 17.1 | 83.3 | 1088.3 |
| 1985 | 77.6 | 18.2 | 59.4 | 1539.6 |
| 1986 | 119.3 | 18.5 | 100.8 | 1646.5 |
| 1987 | 150.2 | 22.4 | 127.8 | 1790.0 |
| 1988 | 134.4 | 25.7 | 108.7 | 1914.6 |
| 1989 | 213.1 | 27.5 | 185.6 | 2314.3 |
| 1990 | 208.4 | 30.1 | 178.3 | 2407.7 |
| 1991 | 196.4 | 32.6 | 163.8 | 2827.6 |
| 1992 | 172.7 | 42.4 | 130.3 | 4627.0 |

注：1980—1992 年之保留盈余总值为 $1，388。同期之市场价值变动总值为 $4，331，每一块钱保留盈余创造 $3.12 之市场价值。

这种财务上的巨大成就，不仅显示了 GEICO 拥有优秀的管理阶层和适当的市场活动，同时也证明它有能力以最佳的效率，将股东的金钱转投资。

对 GEICO 优越性的进一步证据是：在一九八〇年投资一美元在 GEICO 上，除去股利，到一九九二年会暴增到 27.89 美元，年复利酬率是 29.2%，这是非常惊人的数字，远远高于同期业界的平均值 8.9%及史坦普指数（见图 8.4）。这也充分显示了巴菲特投资的机敏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



史奈德在一九八六年接替杰克·伯恩成为GEICO的董事长和总经理，最近他宣布将提早一年退休，他和伯恩两人决定一起成立一家新的保险公司。他们向GEICO购买两家保险企业：田纳西州查达努加市的米拉斯达保险公司，以及乔治亚州亚特兰大市的南方遗产保险公司；这两家公司的年保费收入总计达三千八百万美元。GEICO宣布将聘请东尼·奈斯理及路易斯·辛普逊担任联合总经理，奈斯理将负责管理保险营运部门，而辛普逊则留任资金营运部门。

GEICO所拥的特许权，包括低廉但仍有利润的保费，及无经纪人的保险业务行销方式，使得公司原有的优越地位仍然存在；公司在控制支出费用上的努力也深植于企业文化中；辛普森杰出的工作能力，暗示GEICO未来的投资组合，应会有正确的定位，而且公司已经建立了以股东为优先的的誉。

综合这些优点，使《福布斯》杂志在它发行美国产业年度报告”中，对GEICO为九十年代的风云保险公司。

多年来，柏克夏在GEICO中的地位稳步上升；如今柏克夏拥有公司百分之四十八的股份了。

回想当初的那种窘态，任何人都不得不承认巴菲特炒股的高人一筹。

## 黄金拍档

如今，在美国，提起首都/美国广播公司，几乎妇孺皆知。它是一定媒体通讯公司，它的资本额为十一亿美元，拥有和经营电视和广播网，电视和广播电台，同时也为有线电视公司制作录影带。此外公司也发行报纸，购物指南，和各种企业相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的专业杂志、定期刊物和书籍。

首都公司手下有八家电视台、九家调幅广播电台和八家调频广播电台。其中所有的电视台都加入BAC电视网的联营，而十七个广播电台有十四个是ABC广播网的联营电台。

公司属下的录影带公司，积极地参与制作和供应有线电视节目，办得很红火的。首都公司拥有ESPN80%的股份；ESPN是首屈一指的有线体育网，同时也是美国国内最大的有线电视网，它在美国国内有六千一百万用户，在世界上也有七十五个国家，三千四百万个家庭收看它们的节目。首都公司占有艺术和娱乐电视网37.5%的股份，主要是播放有关文化及娱乐方面的节目；公司也有生活时代三分之一的股份，这家有线服务电视台专门播放妇女生活及健康方面的节目。首都公司在德国、法国和西班牙也有一些电视和戏剧节目制作公司的股权。

首都公司也发行八份日报、七十五份周报，以及五十六份购物指南和十二个州的不动产杂志。专业刊物发行部门包括农业出版集团、切尔敦出版公司、费尔柴德出版集团等，其中金融服务及医药集团发行多本杂志，包括《机构投资人》和《国内医药新闻》。

该公司报告其销售状况时，将收益分成两部分——广播和刊物发行两部分。一九九二年，广播上的收益——包括各电视和广播网的节目收益，以及电视、广播电台和录影带节目的收益，总共在年度营收的四十二亿美元中赚得六亿一千九百万美元；刊物发行部门从年度营业的十一亿美元中赚进了一亿三千六百万美元。总计首都公司从一九九二年的总营业收入五十三亿美元中获益七亿五千五百万美元。

它是从新闻事业起家的。

一九五四年，一位出名的新闻记者洛威尔·托玛斯，他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



事业经理法兰克·史密斯和一群合伙人，共同买下哈德逊山谷广播公司，旗下包括纽约州首府阿尔巴尼市的电视和调幅广播电台。当时首都公司现任的董事长托玛斯·墨非，在利弗兄弟公司担任产品经理；法兰克·史密斯，墨非父亲的高尔夫球球友，雇用朋友的儿子来经营公司的电视台。一九五七年，哈德逊山谷收购莱理市德汉电视台，将公司名改为首都广播公司，由于阿尔巴尼市与莱理市都是该州的首府，所以这个名称恰好隐喻其意。

到了一九六〇年，墨非聘雇丹·柏克经营阿尔巴尼电台。柏克是墨非在哈佛时的同班同学吉姆·柏克的兄弟，他刚从首都公司退休。吉姆·柏克后来成为约翰逊公司的董事长。丹·柏克是阿尔巴尼市人，当墨非回纽约的时候，他被留在当地管理电视台。一九六四年他被任命为首都公司的总经理，自此开始了美国企业里一个最成功的合伙关系。在此后的三十年里，墨非和柏克共同经营首都公司，进行了超过三十笔有关广播及出版的收购行动，其中最引人注的就是一九八五年买下美国广播公司（BAC）电视广播网。

巴菲特第一次见到汤姆·墨非是在一九六〇年，墨非在一位纽约同班同学安排的午餐中，似乎对巴菲特印象深刻，所以邀请他担任首都公司的董事长，但被巴菲特拒绝了。不过后来两人变成很好的朋友，多年来一直保持联络。巴菲特于一九七七年第一次投资首都公司的股票，但在次年毫无理由地就将股票卖掉，但仍从中赚了一笔钱。

墨非早就想将ABC与首都公司合并，一九八四年十二月，当时ABC的董事长是李纳德·格登森，墨非找他商谈这个想法，最初受到一些挫折，墨非仍于一九八五年一月再次与格登森接触，这一次由于FCC（注：联邦传播委员会，美国广播电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



视的主管单位）将单一公司拥有的电视和广播电台的数目进行了限制，从七家增加到十二家，并在这年四月开始生效，因此这次格登森同意了他的提议。这时的格登森已经七十九岁，他最关心的事情是谁将接掌 ABC，虽然 ABC 内有几位颇有潜力的候选者，但在格登森看来，都不理想，他们的领导能力都不够。而墨非和柏克被认为是媒体和通讯来中最好的管理者。在同意首都公司合并后，格登森确定 ABC 会维持强势的管理阶层。ABC 开始向高额投资银行家，寻求咨询服务，开始了新的目标。

墨非以往总是独自进行交易，但这次他带了信赖的朋友，沃伦·巴菲特。他们两人共同努力，做成了美国第一笔电视网的交易，也是有史以来最大的媒体合并行动。

首都公司供给 ABC 的条件是以每股一百二十一美元的价格买下其股票（其中一百一十八美元付现，另外购买该公司十分之一股票的认股权证，相当于每股三美元）。首都公司所出的价钱，是合并的消息宣布的前一天，ABC 股票在市场上交易价格的两倍。为了要筹出这笔交易所需的三十五亿美元，首都公司必须向银行财团借贷二十一亿美元，卖掉区域重叠的电视和广播电台，大约值九亿美元。再卖掉电视网被限制拥有的财产，包括陆续卖给华盛顿邮报公司的有线电视产业，剩下的五亿美元则邮巴菲特支付。他同意柏克夏·哈斯威投资三百万美元，以每股 172.5 美元的价格买下首都公司发行的股票。墨非再一次邀请巴菲特加入首都公司的董事会，盛情之下，巴菲特同意了。

/首都公司和 ABC 都有超过三十年获利的经营历史。在一九七五年到一九八四年的十年间，ABC 股东权益报酬率平均是 17%，而负债资本比平均是 21%，首都公司的股东权益报酬率平均是 19%，负债资本比平均是 20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



在华盛顿公司的董事会中服务了十多年的沃伦·巴菲特了解了电视广播和发行杂志这两种行业。他在报纸发行上的长期经验也有助于他了解传播事业；此外巴菲特对电视网的熟悉程度，也因为柏克夏分别于一九八二年和一九八四年自行购买ABC的股票而增加。

一旦广播电台建立起来以后，转投资和营运所需要的资金并不多，而且根本没有存货投资。电脑和电视节目的购置费，可以在广告收入进帐之后再支付。一般来说，广播公司的投资报酬都会高于产业平均值，而且赚得的现金也都超过公司营运所需。广播公司和广播网都受到青睐，且有高于产业平均值的经济前景。

广播网和播送者冒的风险，包括的规范、不断更新进步的技术，和瞬息万变的广告经费。政府单位可以拒绝公司广播执照更新的申请，但很少。一九八五年，有线电视节目对它们还不具很大威胁性。虽有一些人收看有线电视台，绝大多数的人仍然比较喜欢看无线电视网的节目。另在一九八〇年后的几年里，用在非必要性支出的消费品上的广告费用大幅成长，膨胀速度超过美国国内的生产毛利，为了要让大多数的观众看到他们的广告，广告商仍然必须依赖无线电视网。按巴菲特的想法，无线电视网、广播公司和出版社基本的经济展望，均优于一九八五年，故这些企业的前景看好。

巴菲特在首都公司的投资是五亿一千七百万美元，是当时柏克夏对单一公司做过的最大投资。是什么原因，令他决定对首都公司和美国广播公司投下如此大的金钱，不得而知。虽然墨非同意以每股172.5美元的价格，卖给巴菲特三百万股首都/美国广播公司的股票，但大家知道价格和价值常常是两回事。

以前我们提到巴菲特的投资策略是，只有当一家公司的实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



质价值和它的购买价格处于相当的安全边际时，他才会买进其股票，然而购买首都/美国广播公司的行动，他承认自己对这一原则作了折衷。

现在假如我们将巴菲特每股 172.5 美元的买价以 10%的贴现率（近似于一九八五年美国政府碱十年债券的殖利率）折现，再乘以一千六百万股（其中一千三百万股流通在外，加上三百万股发行给巴菲特的股票）得到企业的现值，相当于需要公司有能力赚得二亿七千六百万美元的盈余。一九八四年首都公司净利是一亿二千二百万美元（除掉折旧和资本支出），而 ABC 则有三亿两千万美元的净利。就是说这两家公司合并后将是有四亿两千二百万美元的获利能力。

但是合并后也会有很大的负债：墨非预备借贷二十一亿，公司每年需为此支付二亿二千万的利息，所以合并公司的净获利大约二亿美元。除此还有其他的考量；不少人觉得墨非买下一家企业后，要想资金流动量提高，他会单纯的以减少开支达到目的，这是道听途说。

首都公司的营运毛利率是 28%，ABC 却是 11%。如果墨非能够将 ABC 财产的营运毛利率提升三分之一到 15%，那公司每年就能够再多出额外的一亿二千五百万美元盈余，合并后公司的净获利能力就等于每年三亿两千五百万美元。对一家每年赚三亿两千五百万美元，而且有一千六百万股股份流通在外的公司，现值在打九折后每股单价应该是 203 美元，故巴菲特以每股 172.5 美元的价格买入，仍有百分这八的安全边际。巴菲特幽默地说：“我担心本（本·格兰姆）会从棺材里爬出来为我这一个计划鼓掌。”

如果咱们再做一些假设，那巴菲特愿意接受的安全边际就能进一步扩大。巴菲特说，依当时一般的想法推测，报纸、杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



志或电视台，将可以在没有任何额外资金的补充下，永远保持百分之六的盈余成长率，巴菲特解释说，这是由于资本支出会与折旧率相等而抵消，使得资金的需求量小，因此收益能够被看做是自由分配盈余。这说明一家媒体公司的股东，拥有一项投资，或像终身年金一般，在可预见的未来中，不需要任何额外的资金就可以维持每年6%的成长。

巴菲特提议，将这种情况与一家需要额外资金补充，来维持其成长的公司做比较。巴菲特说，如果你拥有一家媒体公司，每年获利一百万美元，而且预期会成长百分之六，那么以两千五百万美元，而且预期会成长百分之六，那么以两千五百万美元买下这个企业是很值得的（无风险利率约为10%，减去6%的年成长率后，除以一百万）；另外一家同样每年赚一百万美元，但是如没有再投入资金，盈余就能够成长的企业只值一千万美元（一百万除以10%）。

用这种财务计算观念，并将它应用到首都公司这个例子上，那么其价值就会邮每股203美元增加到每股290美元，或者从另一个角度来看，巴菲特同意接受的每股172.5美元这价格，就有60%的安全边际。

但是在这些假设里有太多的“如果”。墨非能够将首都/美国广播公司部分的资产卖掉，而筹出所需的九亿美元吗（他实际上可卖掉十二亿美元）？他能够将ABC的营运毛利率提升吗？他能够继续依靠广告收入的成长吗？

巴菲特从首都公司得到的相当程度安全边际能力，因诸多因素而复杂起来。第一，首都公司的股票价值多年不断地上涨（见图8.5），这由于墨非和柏克把公司管理得非常好的原因。与GEICO不同，巴菲特没有机会因为公司价格暂时滑落，而以便宜的价钱买其股票，股票市场也没有帮上巴菲特任何的忙。反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



而因为这是在交易市场的认购，巴菲特被迫接受这个接近其当时交易价值的价格。

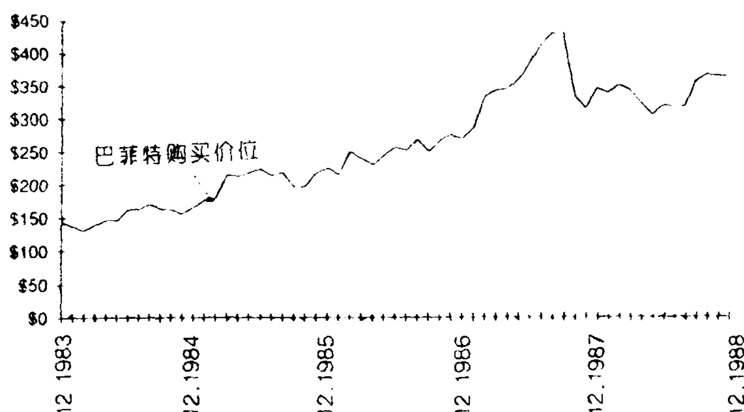



图 8.5　首都/美国广播公司普通股股价

如果是对发行价格有所失望，巴菲特对这些股票价格的快速上涨应会甚感欣慰。一九八五年三月十五日星期五，首都公司的股价是 176 美元。三月十八日，首都公司将购买 ABC 的消息公布出去，次日股市收盘前，首都公司的股票价格变成 202.75 美元，四天之内上涨了二十六点和 15%的涨幅。巴菲特赚了九千万美元的利润，而且这个涨势在一九八六年一月以前未曾停止过。

巴菲特为什么买进首都公司？虽然其安全边际远少于他以前所购买的其他公司。答案是汤姆·墨菲。如果不是因为墨菲，巴菲特肯定不会在公司上做任何投资的。墨菲就是巴菲特的安全边际。首都/美国广播公司是一个独特的企业，是那种吸引巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



非特的企业。不仅如此，对于墨非他也有一些特别的感觉，“沃伦崇拜汤姆·墨非，”约翰·伯恩说，“只是与他成为合伙人就非常吸引巴菲特。”

首都公司的经营哲学是分权。墨非和柏克雇用最好的管理者，然后放手让他们经营公司，一切事情都有他们自己决定，柏克在与墨非合作的早期就已经做到了这一点。

柏克管理阿尔巴尼电视台时，每星期都邮寄最新的报告给墨非，但墨非从未有过任何回应。最后柏克终于收到他的回答，墨非允许柏克，“我绝不会到阿尔巴尼去，除非你邀请我，或是我必须开除你的时候。”墨非和柏克帮助他们的公司规划年度预算，并在每一季检讨业绩，除了这两件事情之外，他们期望管理阶层把公司当做他们自己的企业一样来经营。墨非说：“我们对我们的管理阶层有很高的期待。”

谁都知道，管理阶层一定要做到的一件事就是控制成本。如果他们无法将这件事做好，墨非会毫不迟疑地参与其中。当首都公司购买 ABC 时，正是急需墨非这项削减支出才能的时候。电视网都倾向于增加成长率，而不是提高获利，他们认为为了公司的成长，应该不惜任何花费，这样的观念在墨非接管公司之后马上改变。经审慎挑选 ABC 董事会的成员，墨非删除了薪资、额外津贴和支出。有一千五百多人在公司给与遣散费之后被辞掉。ABC 内的会议餐厅和私人专属电梯也停用，洛杉矶市的 ABC 娱乐公司为墨非第一次视察公司所购买的接送轿车也一并卖掉，再去时墨非改搭计程车了。

这种成本控制意识在首都公司成为一种生活方式。

公司旗下的费城电视台 WPVI 是该市最大的电视台，它的新闻部门总共有一百个职员，而邻镇的哥伦比亚广播公司(CBS)则有一百五十人。墨非到 ABC 工作之前，公司雇用六十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



个人来管理五家电视台，如今六十个人管理八个电视台。纽约市的 WABC 电视台以前雇用六百个人，有 30%的税前毛利率，现在它雇用四百人，而毛利率超过 50%。一旦经济上的危机解决后，墨非就靠柏克去管理营业决策，他自己则集中精神在收购和股东资产上。

确保首都公司能产生充足的现金流量，是广播和电视网企业的基本经济特质。产业基本经济体质再配合墨非喜欢控制成本的倾向，使得首都公司有非常庞大的现金流量。

一九八八年至一九九二年，首都公司累积了二十三亿美元的营运资金，有了这些财富一引进管理者可能无法抵抗花钱的诱惑，而买下其他企业和扩张公司的规模，墨非也不例外，他买了几个企业。一九九〇年，他花了六千一百万美元买下一些小型产业，当时他就说，一般媒体公司价格都太高。

墨非一直留意媒体产业，但他仍然坚持自己的原则，绝不以过高的价格买下一家公司。收购行动对首都公司成长发展过程非常重要。首都公司有庞大的现金流量，能够轻易地就吞并其他的媒体产业，但是“墨非有的时候会等上几年，直到他发现适当的产业；他绝不会只因为有足够的财力可以买下一家公司就进行交易。”墨非和柏克也了解媒体企业的景气循环非常明显，若以大量的举债支援购并所需的现金，那么加给股东的风险会让他们无法承受。柏克说：“只要我们其中任何一个人认为一笔交易可能会严重地伤害到公司，墨非就会立刻叫停。”话中也表示了对墨非的高度信赖。

如果一家公司无法靠转投资自己的企业赚取更多的利润，它可以选择并购买成长中的企业，减少公司的负债，或将钱回馈给股东。墨非就选择减少负债和买加股票，他不愿意支付媒体公司过高的要价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



一九八六年收购美国广播公司之后，首都公司长期负债的总额是十八亿美元，负债对资本的比例（负债比率）是48.6%，同年年底，公司现金和其他高变现能力的资产，总计有一千六百万美元，到了一九九二年，公司的长期负债为九亿六千四百万美元，负债比率降到20%，此外现金增加到十二亿美元，因此公司实际上没有任何负担压力。墨非强化了首都公司的资产负债表，使公司面临的风险大为降低。后来的实际证明他的作为更大幅提高了公司的价值。从这里可以显示出墨非工作的机敏。

首都公司宣布已通过重要决议是在一九八八年，它买回二百万股流通在外的股票，这个数目占所有流通在外股票的11%。一九八九年，公司花费了两亿三千三百万美元，以平均445美元的价格买下五十二万二千三百股股票，这个价格是公司营运现金流量的7.3倍，而多数媒体公司的售价是其营运现金流量的十到二十倍。一九九〇年，公司又买了九十二万六千股，平均价格为477美元，或者说是其现金流量的7.6倍。一九九二年，公司继续买回其股票，一年之中购买了二十七万股，平均每股434美元，或者说是其现金流量的8.2倍。

墨非不止一次地说，和公司付给自己的价钱比较起来，其他墨非和柏克认为有吸引力的媒体公司的卖价还要更高。从一九八八到一九九二年，首都公司总共购买了一百九十五万三千股股票，投资了八亿八千六百万美元。

首都公司对五十亿到八十亿美元左右的大型收购行动有兴趣，是一九九二年开始的，他们原先预定的目标锁定在派拉蒙通讯公司及透特广播公司，但是主要收购行动的价格却不足以为股东提供合理的利润，因而公司再次决定将现金回馈给股东。

公司宣布将举行标购是在一九九三年十一月，以每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



590—630 美元之间的价格购买多达二百万股的股票，柏克夏也加了这次的标购，从它持有的三百万股中提出一百万股拍卖，这个行动引起了各方臆测，是不是公司找不到适当的收购对象，才将自己的持股出售？是不是巴菲特准备放弃首都公司，所以才卖掉他手上三分之一的股票？首都公司否认这些谣传，一般的看法是如果公司真的要拍卖，巴菲特就不会以那么高的价钱将股票提供出来拍卖了。公司最购买了一千一百万股的股票，其中一百万股来自柏克夏，每股平均价格为 630 美元，巴菲特能够调度六亿三千万美元，而不会影响首都股票在市场上的地位。他如今仍是公司最大的股东，他拥有 13％的流通在外股票。

如果你了解首都公司在过去几年里赚了多少钱，和这些钱是如何被可靠地分配，那么巴菲特对墨非的赞赏更容易理解了。多年来巴菲特已经观察了无数个企业的运作和经营方式，但对他而言，首都公司是经营得最好的公司。自一九七七年开始，墨非将流通在外股票的比例降低了 17％，删减了一半的长期负债，而且将高变现能力的资产提高到超过十亿美元。此外首都公司和柏克夏·哈斯威公司一样，是以分权方式经营的。巴菲特只在柏克夏的非保险企业牵涉到管理人员薪酬和资本转投资的时候，才让自己参与其中。

巴菲特和墨非一样，非常乐于他的附属公司能独立地运作。他和墨非也都乐于在公司的成本超过底限时积极参与改进。他们都同样对股东的浪费深恶痛绝。

为了证实自己的观点，巴菲特在投资首都公司股票的同时，也将未来十一年中所有的股东表决权都转交给墨非和柏克，只要他们其中之一在继续管理公司，这个约定就成立。如果这些都无法命名你相信巴菲特很敬重他们二人，那你就可以想想巴菲特的话，他宣称：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



“汤姆·墨非和丹·柏克不只是伟大的管理者，他们也正是那种你希望自己的女儿和他结婚的男人。”

当电视网的前景黯淡无光时，汤姆·墨非对首都公司和柏克夏·哈斯威的价值就更重要。如同华盛顿邮报公司，首都公司在一九九〇年也面临了周期性的经济不景气，而影响到公司的利润，伴随而来的还有产业地位永久性的衰退降低了公司的实值（指其他的媒体，瓜分了广告市场），另外，越来越多的竞争使公司提高不了广告价格。

电视网广播企业中一个在经济上的奇怪现象，是它具有主动提高价格的能力，而一个有特许权的企业一旦失去了定价的能力，很快就会变成普通企业，这对公司的股东而言，管理的价值就更形重要了。

随着无线电视网络企业正面对有线电视和录影带公司日益强大的竞争，同时广告收入也越来越少，道路越来越难走了。巴菲特解释，电视网络就像人的“眼球”，企业卖的是资讯和娱乐。如今有线电视节目、付费节目和录影带全部都在竞争同一个眼球。假如大约有五百个眼球，而一天仍然只有二十四个小时，增加观众人数的竞争很激烈的。

当初首都公司购买 ABC 的时候，电视网所占的观众比例超过 80%，而今天只有 60%。巴菲特多年前曾与墨非一起在大萤幕电视前观看体育节目，讨论着电视中的画面是如何的美妙，墨非回应说：“我比较喜欢当时只有一个八吋的黑白萤幕，和三个频道的感觉。”

在一九八五年到一九九二年的七年间，首都/美国广播公司的市场价值从二十九亿美元成长到八十三亿美元（见表 8.3）。同一时期，公司从盈余中保留了二十七亿美元，由此可知为转投资的每一美元创造了 2.01 美元的市场价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**表 8.3 首都/美国广播公司—市场价值变动**

（$单位：百万美元）

| | 净收益 | 股利支付 | 保留盈余 | 市场价值 |
|---|---|---|---|---|
| 1985 | 142.2 | 2.6 | 139.6 | 2918.0 |
| 1986 | 181.9 | 3.2 | 178.7 | 4323.0 |
| 1987 | 279.1 | 3.2 | 275.9 | 5586.0 |
| 1988 | 387.1 | 3.4 | 383.7 | 6520.0 |
| 1989 | 485.7 | 3.5 | 482.2 | 9891.0 |
| 1990 | 477.8 | 3.4 | 474.4 | 7694.0 |
| 1991 | 374.7 | 3.3 | 371.4 | 7213.0 |
| 1992 | 389.3 | 3.3 | 386.0 | 8349.4 |

注：1985—1992年之保留盈余总和为$2,692。同期市场价值变动总和为$5,431。每一块钱保留盈余创造$2.01之市场价值。

尤其值得注意的是一九九〇年和一九九一年，公司熬过了周期盈余的下降，和广播网企业永久性的改变造成公司实质价值的衰退。这期间，柏克夏在首都/美国广播的投资从五亿一千七百万美元增加到十五亿美元，平均为14.5%的年收益成长率，比哥伦比亚广播公司和史坦普工业指数还要高。

假若首都/美国广播公司的实质价值下跌，当时巴菲特为什么拒绝卖出他所有的股票？

部分理由是因为墨非和他的私交。做为一个管理者，巴菲特尊重且明白墨非不会虚耗股东价值。

另一个使巴菲特还没有卖掉他手中首都公司股票的重要理由是它仍有高于同行业平均报酬的能力，他舍不得就此抛出。他说：“电视网是比较费劲的企业，但是只要经营得法，它仍然是非常好的企业，可以产生大笔的现金。”

在七十年代和八十年代里，公司股东报酬率大约维持在五到七个百分点，比史坦普工业指数还高（见图8.6）；公司的税前毛利率是一般美国企业的三倍（见图8.7）。买下ABC以后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



税前毛利率和股东权益报酬率虽不像以往那样维持很高的水准，但仍然高于一般公司，而且比较稳定地增长，直到了一九九〇年至一九九一年经济普遍不景气为止。

到了今天，首都公司的股东权益报酬率已经降到只有一般水平，可是税前毛利率仍然很高。

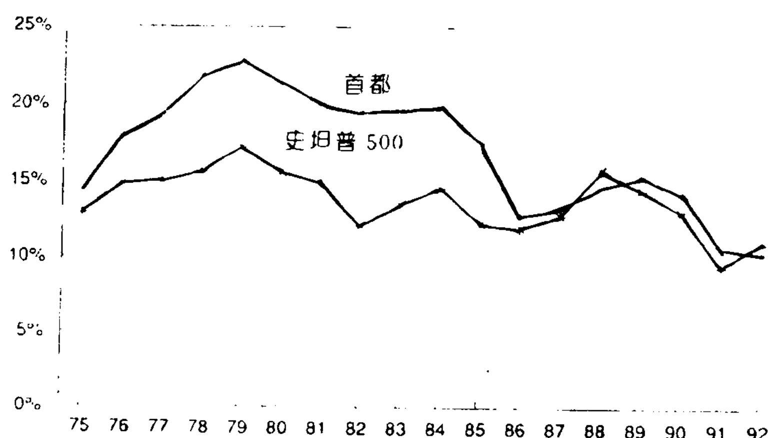



图 8.6　首都/美国广播公司与史坦普 500 之股东权益报酬率

二十多年来，电视网被禁止拥有电视表演节目，阻止了他们从这个有利的市场组织获取高利的权利。FCC 了解到电视广播网多变的经济特性，而且承认三家主要的电视网不再具有控制大众收视的权力。

一九九三年，法院取消了这项限制，允许电视网播放电视节目，并从中取利。

这时的墨非宣称：制作节目和拥有电视台是首都/美国广播公司未来必须要把握的好机会。墨非的希望是公司自行制作且播放电视节目，并从中赚钱，包括国内和国外的子企业集团。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



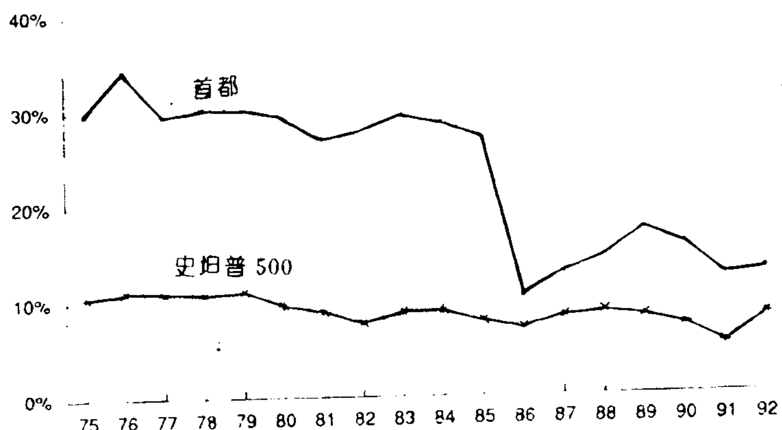



图 8.7 首都/美国播公司与史坦普 500 之税前毛利率

FCC 也赞成允许电视网在有限的基础上，购买有线电视系统，以往这项规定是为了保护成长中的有线电视，避免电视网对它的威胁，一九八六年首都公司在购买 ABC 之后也受到这项规定的限制，被迫卖掉它的有线电视产业。

最后的结局是，电视网积极购买外国的商业电视播送站。该公司将它的资产所有权延伸到了德国、法国和西政牙的电视和制作公司，最近购买总部设在卢森堡的斯堪地那维亚广播系统公司 21%的股票，它是该地区首先成立的电视播送站之一。这一切的改变都提高了首都/美国广播公司的内实质价值和声望。

这些年来，柏克夏·哈斯威用超过二十亿美元的资金投资到了媒体和通讯公司方面。包括首都/美国广播公司、华盛顿邮报公司和《水牛城新闻报》等。柏克夏的盈余和实质价值，都因产业周期性和经济特质永久的变化而不断下跌。但是，首都公司、华盛顿邮报公司和《水牛城新闻报》都有高于其产业平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



均值的经济状况。

巴菲特诚执地说这是由于史丹·利普西领导《水牛城新闻报》的方式，以及首都公司和华盛顿邮报公司不平凡的管理阶层。这些公司之所以能有突出的表现，主要因为当其他的媒体公司都忙着以举债融资买进其他产业，但首都公司和华盛顿邮报并没有让同业愚蠢的行为动摇他们的想法，反而减少借款和买回股份，而不是做无益地花费买下其他公司。

后来产业永久性的改变已经平息，所有公开上市的媒体公司中，仅有首都公司和华盛顿邮报这两家企业基本上没有债务负担，而其他以前用极高的价格进行收购的公司，其盈余正在萎缩，现在它们才发现自己为了支付利息而拚命挣扎。

巴菲特拥有首都公司和华盛顿邮报的感觉，远比拥有任何其他的媒体企业来得顺心和舒坦，他仍然期待这两家公司能够产生高于一般企业的报酬。但他同时也承认，“以前那种有恃无恐的企业特许权，和旺盛的经济活动日子已经不复存在了。”

## 投资商誉

可口可乐，以它神秘的配方闻名全球。它是世界上最大的碳水化合物和糖浆浓缩物饮料的制造厂、市场零售商和经销商。公司不含酒精的饮料产品于一八八六年第一次在美国销售，而今在全世界有超过一百九十五个国家在贩卖这种饮料。是公认的“饮料之王”。

早在童年时期，巴菲特大约五岁时得到平生第一瓶可口可乐。不久，他开始从他祖父的杂货店里以每瓶二十五分的价钱取走可乐，再以每瓶三十分的价钱转售给他的邻居。往后的五

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



十年里，巴菲特承认，他观察到可口可乐不寻常的成长速度和轨迹。但是他仍然购买纺织工厂、百货公司、直升机厂和农耕设备制造厂，即使在一九八六年，当他正式宣布樱桃可口可乐将成为柏克夏·哈斯威股东年会的指定饮料时，仍然尚未购买可口可乐任何一张股票。直到一九八八年的夏天，也许炎热干燥的天气再次提醒了他，他才开始购买他的第一个可口可乐股份。

与许多知名企业比较起来，可口可乐的业务是非常单纯的。单纯得有点单调。

可口可乐企业是全美最大的饮料工厂，公司本身拥有美国厂 44%的股权。另外也拥有可口可乐在澳洲的工厂阿玛提尔53%的股权，该厂不仅对澳洲的工厂阿玛提尔 53%的股权，该厂不仅对澳洲市场，对纽西兰和东欧市场也有兴趣。可口可乐的力量不只是印有它商标的产品，还包括它无与伦比的世界行销配送系统。现在，可口可乐的产品在国际间的销售量占公司总销售量的 67%，利润也占公司销售总额的 81%。除了可口可乐阿玛提尔之外，公司也在墨西哥、南美、东南亚、台湾、中国大陆设有分公司。一九九二年，它卖了超过十亿箱的饮料产品。以上这些是比较容易了解的。

柏克夏在一九八九年宣布拥有可口可乐公司 6.3%的股票，有人问巴菲特：为什么不早一点购买可口可乐的股票？巴菲特放导致他做这决定的想法，算是回答了。

他说："让我们想象你已经离开了十年，现在你想进行一个投资，你知道的就是你目前了解的一切，而且当你走的时候你也不能够改变什么，这时你会怎么想?"当然企业必须要简单而且容易理解，当然公司必须在过去几年中表现出许多企业的平稳性，长期的前景也必须是看好的。巴菲特解释说："如果我对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



所有的事都胸有成竹，知道市场会继续成长，领导者会继续是领导者，我的意思是世界性的领导者，而我也知道会有大的单位成长，但是我就是不知道有关可口可乐公司的一切。我比较能确信的是当我再回来的时候，它们可能已经广伸触角至其他许多企业上。”

但为什么在这个特别的时候买进呢？巴菲特的说法是可口可乐的企业特质已经存在了几十年，真正引起他注意的是，可口可乐于八十年代在罗勃特·格苏达和唐纳德·奇奥的领导下所做的一些改变。

七十年代是可口可乐的灰暗期，那十年中发生了许多不幸的事情，例如与装瓶工厂的纠纷，Minute Maid 果园被控告虐待外籍工人，还有环保人士抗议公司使用无法回收的容器，造成国内日益严重的污染问题，而联邦贸易委员会认为公司的独家经销特许权系统，违反了谢尔曼反托拉斯法所以控告公司。

与此同时，可口可乐在国际间的子企业也极不稳定，因为公司授予以色列独家代理特许权，所以阿拉伯国家联合抵制可口可乐，政治的因素造成了当地投资的瓦解。日本是公司盈余增加最快速的地区，但也因为一连串的错误而成为战场，其中一个事件是公司制造的二十六盎司家庭号可乐的瓶子爆炸事件——其实在货架上爆炸的。另外，日本消费者愤怒指责公司在芬达葡萄汽水中添加了人造焦油做为色素。当公司发展出以真正的葡萄皮来取代时，那些瓶装汽水竟全部发酵了。结果可想而知的惨状，整批葡萄汽水被倒进了东京湾的滚滚波涛里。

七十年代，倒霉的可口可乐不像一家正在调整步伐的饮料工业创始公司，而像一家四分五裂毫无效率的公司。

保罗·奥斯汀在一九六二年担任公司总经理，到一九七一年，被任命为董事长，尽管有许多问题存在，但公司用持续赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



进数百万美元盈余，而奥斯汀并未将钱转投资在自己的饮料市场上，他让公司多元化，尽管投资计划只有微薄的利润，他仍选择投资其中。奥斯汀也购买葡萄酒酿靠厂，但是股东强烈反对这个投资，他们以为可口可乐公司不应该牵扯到酒精。而奥斯汀却不顾一切非难，投下史无前例的大笔金钱用到广告上。

据了解，当时可口可乐的股东权益报酬率为20%，然而税前毛利率却下跌（见图8.8），公司的市场价值在一九七四的空头市场结束时是三十一亿美元（见图8.9）。

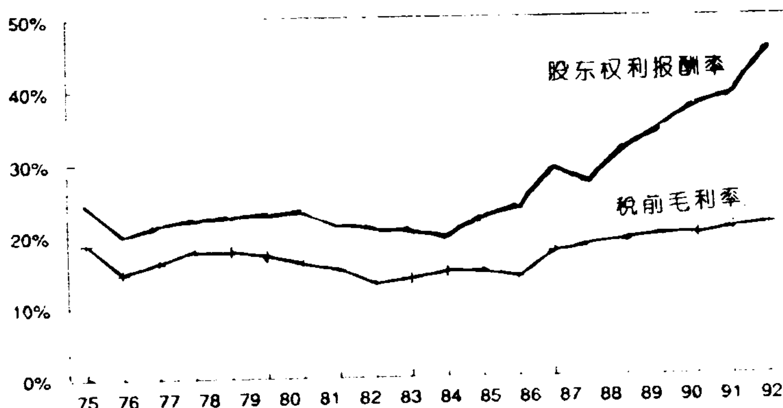



图8.8　可口可乐公司的股东权益报酬率与税前毛利率

奥斯汀具有威胁性且不易与人接近，不仅如此，他的妻子，吉妮，也对公司有不良的影响。她以现代艺术的方式重新装修总公司，把公司传统的诺曼·洛克威尔画作加上灯饰，她甚至订购了一架公司专用喷气式飞机，以便她寻找艺术创作品，此举导致了她丈夫的最终毁灭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



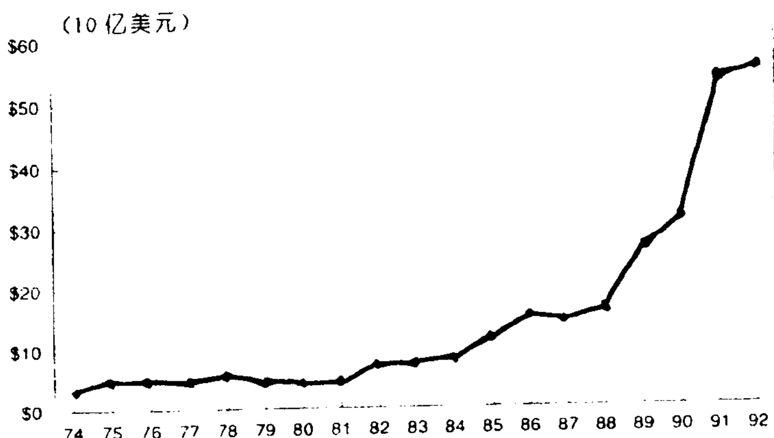



图 8.9 可口可乐公司的市场价值

奥斯汀太太下令不得在公司的公园里举行员工午宴是在一九八〇年的五月。因为她抱怨他们将食物掉落在修整好的草地上会吸引鸽子，这使员工们愤怒而士气低落。

罗伯特·伍德洛夫，这位公司九十一岁的创办人，在一九二三年到一九五五年领导可口可乐，目前仍是公司财务委员会的主席，他听到这个消息后忍无可忍，立即要求奥斯汀辞职，让罗伯特·格苏达接替这个重要职位。

这位在古巴长大的格苏达，是第一个可口可乐外国籍的董事长，他乐观外向，人缘很好，与奥斯汀刚好相反。格苏达上任后的第一个行动，是将公司里最重要的五十名管理者召集到加州棕榈泉开会，他对大家说：

“请你们告诉我，我们做错了哪些事，我想要知道一切；而一旦问题解决之后，我要求百分之百的忠贞，如果有任何人不满意，我们会给你很好的补偿，然后跟你说再见。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



他鼓励他的管理人员冒险要有智慧，他要可口可乐重新开始，而不是要做一些改变。格苏达如同许多新上任的董事长一样开始裁减支出，另外还要求所有可口可乐拥有的企业必须将其资产的报酬做最佳运用，这些行动很快地产生效果，表现在逐渐增加的利润上。显示了他的过人的管理水平。

一九八〇年，可口可乐的税前毛利率低到 12.9%。而且连续五年都在下跌，低于一九七三年 18%的公司毛利率。格苏达就任后的第一年，税前毛利率上涨到 13.7%；到一九八八年巴菲特购买可口可乐股票时候，毛利率曾经上升到 19%的新纪录。

有一本小册子《八十年代的策略》，格苏达在这里指出只要一项事业的股东权益报酬率不再能令人接受，公司将把它裁撤掉。并且任何新的事业赌注必须有足够的成长潜力来平衡投资。

可口可乐这时已经没有兴趣再为市场中不景气的股票奋斗了。而格苏达主张“增加单股盈余并提高股东权益报酬率，仍然是这场游戏的目的。”董事长马上为自己所言付诸行动，虽然酿酒厂在七十年代赚取了 20%的股东权益报酬率，但格苏达并不在意，一九八三年它被卖给西格莱姆。他要更多的回收，公司达到了他的要求。

到一九八八年，可口可乐的股东权益报酬率曾经增加到 31.8%。

也就是说，无论以什么方式计算，格苏达带领下的可口可乐在财务上的成就，都是奥斯汀时期的 2—3 倍。这种结果能从公司的市场价值上看得出来。一九八〇年，可口可乐的市场价值为四十一亿美元，到一九八七年年底，即使股票市场在十月份崩盘，可口可乐的市场价值仍增加到一百四十一亿美元。七年之内，可口可乐的市场在这期间保留的每一美元盈余，都为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



它创造了4.66美元的市场价值。这不能不说是格苏达的功劳。

格苏达说："在未来十年间，我们将全面继续接受股东的委托，努力保护及增加他们的投资。为了让股东从他们的投资上得到高于平均的总收益，我们选择的企业必须有超过通货膨胀速度的收益。"

公司的业务要成长，必须有资本投入，一九八〇年开始格苏达的策略将股东包含在内，他还要增加股东价值，为了达到这一目的，可口可乐逐渐增加毛利率和股东权益报酬率，因此公司能够在支付逐渐增加的股利的同时，也减少了股利支出的比例。

在八十年代，发放给股东的股利每年增加10%。但付出的比例则从65%下降到40%。这使得可口可乐可以将公司大部分的盈余转投资，而在无损于股东利益的情形下维持公司的成长率。

在每年的年度报告里，可口可东都以陈述公司目标的方式，带出公司财务的检讨和经营方式的方题："经营主要的目的是不断地使股东权益的价值达到最高。"公司企业策略强调长期现金流量的最大化，为达此一目的，公司将精力集中在高投资报酬率的饮料企业上，努力在现有的企业上增加利润，并合理使用资金。如果这些策略成功了，应该会看到现金量增加、股东权益报酬率提高，以及增加股东的总收入，也就更好地反映出双方的"坦诚"法则了。

一九八四的，公司第一次决定股票回收，并声称将买回六百万股股份。从那时起，公司每年都持续买回它的股份，共以五十三亿美元买加总数达四亿一千四百万股股份，这说明在一九八四年年初公司有超过25%的流通在外股票。现金流量的成长使可口可乐能增加支付给股东的股利，同时在公开市场中买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金　不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低　10倍赔偿差价　客服微信/QQ:958218088　开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



加它的股票。到一九九三年十二月三十一日，公司回购的股份价值达一百八十五亿美元之多。

九二年七月，公司宣布到2000年，它会买回一亿股公司的股票，也即是公司7.6%的流通在外股票。很显然，因公司持续且积极地投资海外市场，它应该完成这个目标。为了赚取更多的钱，格苏达说这个回购行动一定能完成。

一九七三年，“股东盈余”（纯益加上折旧减去资本支出）是一亿五千两百万美元到一九八〇年，股东盈余是两亿六千二百万美元，年平均成长订为8%。1981——1988年，股东盈余从两亿六千二百万美元增长到八亿两千八百万美元，年复利报酬率是17.8%。股东盈余的增长反映在可口可乐的股票上。就以十年为一个周期来分析，一九七三年至一九八二年，可口可乐的总收益以平均每年6.3%的速度增长。一九八三至一九九二年，可口可乐的总收益以年平均31.3%的速度增长。

一九八八年，巴菲特第一次购买可口可乐股票时，人们问他：“可口可乐公司的价值在哪里?”公司的价值是它有市场平均值十五倍的盈余和十二倍的现金流量，以及30%到50%的市场溢价。巴菲特为一个只有6.6%净盈余报酬的企业，付出五倍于帐面的价格，原因是有可口可乐的经济商誉作保证，他非常乐意投资。

小额投资，公司可以赚到31%的股东权益报酬率。巴菲特曾经解释价格与价值并没有太大的关系。犹如其他公司，可口可乐公司的价值主要是取决于企业生存期间现金流量的预估值，以适当的贴现率折算成现值。

可口可乐一九八八年的股东盈余（净现金流量）等于八亿两千八百万美元（参考表8.4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**表 8.4 可口可乐公司—"股东盈余"分析($单位:百万美元)**

| | 年销售额 | 年收入 | 折旧 | 资本支出 | 股东盈余 |
|---|---|---|---|---|---|
| 73 | 2145 | 215 | 59.1 | 121.3 | 152.8 |
| 74 | 2522 | 196 | 59.5 | 150.1 | 105.4 |
| 75 | 2872 | 236 | 67.7 | 143.3 | 163.4 |
| 76 | 3032 | 285 | 71.7 | 182.2 | 174.5 |
| 77 | 3559 | 326 | 85.4 | 260.9 | 150.5 |
| 78 | 4337 | 374 | 95.0 | 306.0 | 163.0 |
| 79 | 4961 | 420 | 117.0 | 409.3 | 127.7 |
| 80 | 5912 | 422 | 138.0 | 298.0 | 262.0 |
| 81 | 5889 | 447 | 144.9 | 329.6 | 262.3 |
| 82 | 6249 | 512 | 150.7 | 400.3 | 262.4 |
| 83 | 6829 | 558 | 156.0 | 492.0 | 222.0 |
| 84 | 7364 | 629 | 170.0 | 565.0 | 234.0 |
| 85 | 7904 | 678 | 335.0 | 652.0 | 361.0 |
| 86 | 8669 | 934 | 430.0 | 665.0 | 699.0 |
| 87 | 7658 | 916 | 153.0 | 300.0 | 769.0 |
| 88 | 8338 | 1045 | 170.0 | 387.0 | 828.0 |
| 89 | 8966 | 1193 | 184.0 | 462.0 | 915.0 |
| 90 | 10236 | 1382 | 236.0 | 593.0 | 1025.0 |
| 91 | 11572 | 1618 | 254.0 | 792.0 | 1080.0 |
| 82 | 13074 | 1884 | 310.0 | 1083.0 | 1111.0 |
| 年复利成长率 | | | | | |
| 1973—1980 | 15.6% | 10.1% | 12.9% | 13.7% | 8.0% |
| 1981—1988 | 5.1% | 12.9% | 2.3% | 2.3% | 17.8% |
| 1988—1992 | 11.9% | 15.9% | 16.2% | 29.3% | 7.6% |

如果在一九八八年可口可乐公司的股东盈余,以 9%的贴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



现率（我们要知，巴菲特不会在贴现率中加入风险溢酬）折现，可口可乐公司的价值在当时是九十二亿美元。

当巴菲特买可口可乐时，公司的市场价值是一百四十八亿美元，巴菲特可能花了太多钱买这家公司。但九十二亿美元是可口可乐公司目前股东盈余的折现价值。市场上其他人乐意付上比可口可乐公司（实值九十二亿美元）实质价值更高的 60% 代价来购买它。

公司不需要额外资金就能增加股东盈余，主要是利用无风险报酬率和股东盈余成长率相减得出的差来增加利润。

研究可乐公司，我们可发现从一九八一年到一九八八年，股东盈余每年以 17.8%的成长率成长，这比无风险报酬率还要快。分析师使用二阶段折现模型。

当一家公司在某几年有特殊的表现，并长期比较稳定的比例成长时，此模型就适合用来计算未来的盈余。

用二阶段的流程，来计算目前一九八八年公司的现值，及其未来的现金的流量。当时可口可乐公司的股东盈余是八亿两千八百万美元。

我们假设可口可乐在未来十年内能够以每年 15%的比例增加股东盈余（这是合理的假设，因这个比例比公司前七年的平均值还低）第十年度股东盈余将会等于三十三亿四千九百万美元。那再假设第十一年度刚开始时，成长率将会减少到每年5%。使用 9%的贴现率（那时的长期债券利率），我们能计算可口可乐公司的实质价值在一九八八年为四百八十三亿七千七百万美元。

若在未来十年以 10%的比例成长，以后都以 5%的比例成长，可口可乐的价值将会是三百二十四亿九千七百万美元。如果我们假设所有的成长率皆为 5%，公司至少仍值两百零七亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



美元（八亿两千八百万除以〔9％减去 5％〕）。

一九八八年六月，可口可乐公司的价格大约为每股十美元（经股权分割调整之后的结果）。以后十月之内，巴菲特已取得九千三百四十万股，总计投资了十亿两千三百万美元（见图 8.10），他的平均成本每股为 10.96 美元。

一九八九年底，可乐占柏克夏普通股的 35％，这是个大胆的举动。

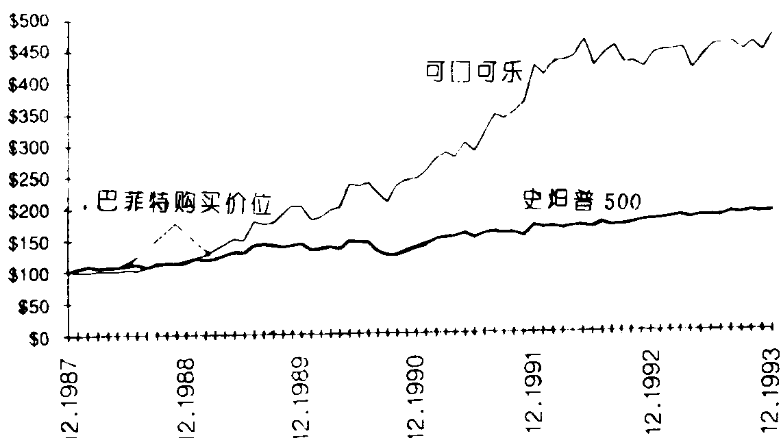



图 8.10　可口可乐普通股股价与
史坦普 500 指数比较（起始日的指数为＄100）

在巴菲特购买他第一张可口可乐股票的前五年中，可口可乐股票的股价每年上涨 18％。该公司的经济状况非常好，故而巴菲特无法以较低的价格买到任何一张可口可乐的股票。

在这期间，史坦普工业指数也在上扬。可口可乐公司及股票市场都没有机会让他以低廉价格购得股票，但巴菲特仍依市场价购买。他再次说明股票与股价之间是没有关系的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



一九八八、一九八九两年，巴菲特购买可口可乐期间，可口可乐股在股票市场上的价值平均为一百五十一亿美元。但巴菲特估计，可口可乐公司的实质价值大约是从二百零七亿美元(假设股东盈余以5%的比例成长)、三百二十四亿美元(假设股东盈余以10%的比例成长)、三百八十一亿美元(假设股东盈余以12%的比例成长)，到四百八十三亿美元(假设股东盈余以15%的比例成长)。

所以，巴菲特的安全边际——实质价值与市价之差额——可能从保守的27%提高到70%。

“价值”投资人所观察到的可口可乐公司股票，与巴菲特购买的可口可乐公司股票，并无二致。

一九八八年以后，可口可乐公司的表现变得非常超群。一九九二年，它的股票每股从十美元升到四十五美元，其绩效已经超越史坦普工业指数。

从一九八七年以后，其市场价值已从一百四十一亿美元上涨到五百四十一亿美元。当支付二十八亿美元股利给股东，并由保留盈余的转投资中获得四十二亿美元时，公司已经产生七十一亿美元的盈余。对于公司所保留的每一美元盈余，它已经创造9.51美元的市场价值。

从一九八八到一九八九年，柏克夏在可口可乐公司投资的十亿两千三百万美元是值得的。一九九二年以前，这项投资的价值达三十九亿一千一百万美元。

一九八八年到一九九二年之间，可口可乐公司这种富戏剧性的增值，已减低了可口可乐公司的市价和实质价值之间的安全边际。一些投资人争论可乐价值被高估，而且暗示公司很难重复过去几年来优秀的经济状况，和良好的股价涨势。

罗伯特·格苏达的目标是在2000年以前，将可口可乐公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



的产值加倍。他说，可口可乐公司的经营目标是建立迈向 2000 年的企业组织，“我们在一九九〇年这十年的任务是是将可口可乐公司变成唯一能将产品带到世界上每一个角落的行销配送企业。要做到这一点，主要是借由增加下列国家每人饮用可口可乐饮料的平均消费。

如东欧、前苏联、印届、印度、非洲和中国大陆等国家，这么一来，公司将会达到加倍销售的目标。”

世界上有一半的人，每人每天消耗少于十六盎司的饮料。发展中国家里，任何一点消费额的增加，都会增加许多利润。光靠中国大陆、印度和印尼的那些消费机会，可口可乐公司就能在下个世纪持续增加利润。

巴菲特说：“随着时间过去，能利用大量资金以取得非常高的报酬率，才是最好的企业。”这种说法与可口可乐公司的情形不谋而合。可口可乐公司是世界上广泛认可且被尊敬可信赖的商标。由此我们也很容易了解，为什么巴菲特会认为可口可乐公司是世界上最有价值的特许权企业。

为了达到股份永久持有，成为永远的赢家，公司必须拥有良好的经济物质和最佳经营。任用有才能而且可信赖的人，这对公司非常重要，巴菲特就喜欢与这种人共事。华盛顿邮报、GEICO 首都/美国广播公司和可口可乐公司，都是拥有水准以上经济潜力很大的公司。

多年来这些企业的经营者已经证明他们是可以完全被信赖的。他们为股东着想，并真正地增加他们的投资价值。每位经营者都不喜欢公司浪费，且努力追求高利润。并理性地分配资金。

巴菲特对他与各经营者在工作和私人上的良好人际关系，感到莫大的喜悦，如凯瑟琳和唐纳德·格兰姆、路·辛普森、比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



尔·史奈德、汤姆·墨非和丹·柏克以及罗伯特·格苏达和唐纳德·奇奥。

巴菲特认为投资上美好的合伙关系非常珍贵，只有有了这种基础，你才能永久持股，永远是赢家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第九章 点到为止：有价证券的选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

他从投资一百美元起家，到现在，已经创造了一百二十亿美元的财富，被誉为“最伟大的投资者”。他以自己简单的投资策略和投资法则，不做短线进出，不理会股市上每日人声鼎沸中的涨涨跌跌，不担心经济形势，对各种变化胸有成竹，妥善管理手中的投资组合，创造出了一个发家致富的奇迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第九章　点到为止：有价证券的选择

无疑，沃伦·巴菲特是投资界中最著名的投资者。他在股票市场做了许多明智的选择和决定。他也为柏克夏的保险公司买了固定收益有价证券。在选择投资固定收益时，巴菲特考虑短期票券、中期债券、长期债券和套利组合。面对不同的投资项目，他没有特别的喜好。选择的时机，是寻找那些税后投资报酬率最高的投资。

据了解，固定收益有价证券，只占柏克夏的保险公司投资组合中相当小的一部分，尤其是相对于其他保险公司的投资组合，这一点很重要的。

一九九三年，固定收益有价证券如定存、债券和特别股占柏克夏投资中的 17%，与绝大多占公司 60%到 80%之间的资产价值。由于柏克夏良好的财务管理和有计划的保险科学，巴菲已能将大多数柏克夏的资产投资在普通股里。他一般把债券当成平常的投资。

巴菲特对债券的态度，用“冷感”较为贴切。

第一，因为通货膨胀的影响，他预期将来现金的购买力会降低。债券收益是以现金方式固定配发，只有对货币长期的稳定性比较有信心时，巴菲特才会对债券收益产生较大兴趣。

第二，巴菲特认为应该以企业家和目光来看债券，而且大多数固定收益的契约（利率水准）所制定的投资报酬率，都低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



于企业家的需求。颇不寻常的方法是“将债券当做一种企业经营。”

一九四六年，巴菲特提到一笔二十年期的AAA级市政府债券上市，其殖利率为1%，他说，这些债券的买主在帐面上虽然赚进了1%的利润，但在未来二十年里，已别想多赚得一毛钱。他说，一九四六年时大概没有一家美国企业会相信，买主不能够因买或卖赚得超过帐面价值1%的利润。尽管有些不利的经济解释，固定收益的投资人仍争购这些债券。

假设你投资某企业一千万美元，且获12%的股东权益报酬率，和保留它每年全部的盈余，并在第三十年赚进三千两百万美元，则三十年后，该企业将值三亿美元。

巴菲特说，如果你现在购买一千万美元的债券，且每年有12%的利息，再使用这些利息购买更多殖利率12%的债券，三十年后，你也会有三亿元的奖金，而且在最后一年里，你也会赚利三千二百万美元。大家知道美国企业的长期平均股东权益报酬率为12%，果真如此，他会认为债券是值得的企业投资。

七十年代末和八十年代初，债券利率因为通货膨胀而上升。八一年，长期政府公债的利率为16%，免税的市府公债是14%。此刻的保险公司发行从发行一年的汽车保单，改变为只发行六个月的保单。在这段通货膨胀快速上升时期，保险主管提出了某些使人信服的论点，就是他们不能够估计未来有关修理汽车的费用。

有讽刺意味的是，巴菲特提到在通货膨胀期间，一位保险主管觉得一年期限的汽车保单不合理，便会将它转让，并以三十年期固定利率借出现金，购买债券。巴菲特说，长期债券在这个持续通货膨胀的世界里，是最后一年固定收益长期有价证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



在横跨世纪的二十年内，那些债券的买主才能陆续从他们的投资得到固定利润。如果保险、办公室、巧克力或新闻用纸的债券投资者，要在未来三十年内有固定收益，一定会被人嘲笑。但他又认为，这种财务上报酬方式的不一致，对购买长期债券者不会有影响。

通货膨胀严重时期，长期债券的殖利率大约等于企业的报酬率，但巴菲特不把现金完全投资在长期债券上。他总担心发生恶性通货膨胀的可能。在此情况下，大多普通股会失去它真正的价值，但是已流通在外的债券则会遭到更大的损失。保险公司在过度通货膨胀期间大量投资债券，有可能造成手上投资组合全军覆没的危险。

当然，恶性通货膨胀不大可能发生，而利率水准也已经考虑了高通货膨胀的可能性，巴菲特仍为自己提出解释，他难以忍受判断错误所造成的风险。

但巴菲特仍将柏夏公司固定收益的有价证券限制在可转换债券、可转换特别股，和发行公司已提拨偿债基金的中短期债券。在购买之前，他要求清除长期债的高财务风险。这包括与当期殖利率相近且与企业报酬率相近的债券票面利率，以及债券资本利得的可能性。市场常会错估这些独特债券的高低，而以低于面值的价格交易。

## 债券综述

RJR 奈比斯科债券。众所周知，八十年代的金融市场引进了新的投资方式：高利债券。巴菲特认为这些新的高利债券不同于他们的前身—“堕落天使”，这是巴菲特对投资债券的称呼，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



刚发行时公司营运不良，债券信用评等机构给予很低的评等。WPPSS 债务就是堕落天使。那些新的高利债券则是低品质的堕落天使，这些高利债券也时常被称为垃圾债券，依照巴菲特的说法，在发行之前，这些高利债券都是垃圾。

有位华尔街的证券业务员引用早期研究，指出高利率能补偿投资人蒙受债券违约风险，来提升投资垃圾债券的正当性。而巴菲特指出因为那些资料只是归纳以前发行的债券，而这些债券和那些垃圾债券有相当大的不同，所以他认为早期的统计资料是无意义的。

巴菲特坚持认为，将垃圾债券和堕落天使视为一样是不合逻辑的。他说："应该注意过去财务的绩效证据，如果可以从历史书中找出关键，福布斯前四百富豪应包含图书馆人员了。"

八十年代以后，所发行的垃圾债券泛滥整个市场，使高利债券变得很不值钱。巴菲特不无感慨地说："那些粗心大意又缺乏深思的人，卖出了堆积如山的垃圾债券。"在这种疯狂举债风潮的刺激下，巴菲特预测，那些负债的公司努力挣扎偿还利息时，有些企业是注定要失败的。一九八九年，索斯玛克公司和粮油食品进出口公司无法支付积欠的债息。而坎皮欧公司，一家靠垃圾债券起家的美国零售企业王国，宣布它正面临财务困境。

在一九八九年十月十三日，UAL 公司的管理阶层及工会想用垃圾债券集资六十八亿买下公司，后来说它无法获得足够的资金。于是，套利者卖掉手上的 UAL 普通股，道琼斯斯工业平均指数也在一天内下跌了一百九十点。由于投资人对 UAL、索斯玛克与粮油食品进出口公司的失望，他就怀疑高利债券的价值。基金经理人开始抛售垃圾债券，然而降低高利债券的价格也不能吸引任何的买主。收益表现杰出的年度刚开始时，美林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



证券的价格 也不足 4.2%，相对于投资债券的 14.2%。这时的垃圾债券不受欢迎。

一九八八年第一季度，考柏格克雷维斯及罗伯特公司向银行借款，加上以发行垃圾债券的融资方式，成功地以二百五十亿美元购买 RJR 奈比斯科公司。RJR 奈比斯科也因此偿还了它的债务，但正逢垃圾债券市场一片混乱，RJR 债券价格也连同其他的垃圾债券一起下跌。

一九八九年和一九九〇年，垃圾债券在市场上大跌，巴菲特见时机成熟，便趁机开始购买 RJR 债券。

当大多数的垃圾债券看来仍然缺乏卖相的时候，巴菲特发出不平之鸣，认为 RJR 奈比斯科公司受到不公平的待遇。该公司稳定的产品，能够产生足够的资金偿还借款。另外，RJR 奈比斯科已成功地以非常诱人的价格销售出它部分的企业，因此降低了它的负债与股东权益比，巴菲特分析投资 RJR 的风险后下结论说：公司信用额度比其他销售债券的投资人所认为的还要高。RJR 债券有 14%的利润（与企业报酬率相近）。

在一九八九年和一九九〇年，巴菲特以四亿四千万美元的折价收购了 RJR 债券。一九九一年春季，RJR 奈比斯科宣布以帐面价格赎回公司发行的垃圾债券。此举使 RJR 的债券价格上扬了 34%。同时也为柏克夏·哈斯威创造了一亿五千万美元的资本利润。

华盛顿公共电力供应系统。就在一九八三年七月二十五日，华盛顿公共电力供应系统宣布它无法偿还二十二亿五千万美元的市政府公债的利息及本金，这公债是提供给两个尚未完成的核子反应器作为工程经费。该州规定地方的电力管理单位，可以不必为它们以前曾经答应购买，但现在已取消了的电力，付费给 WPPSS，而最后 WPPSS 也没有要求付费。法院的判决导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



致这次大量的市政债券违约，是美国历史上最严重的一次。债券违约事件以及后续的价格崩溃，使得公共电力债券市场萧条好几年。

巴菲特对 WPPSS 计划四、五的受挫直接影响计划一二三的事件解释说，现在计划四、五与计划一二三的签约条件及必须担负的义务，有相当大的差异。前三项是提供电力运转的公用事业，也是由政府机关波恩维尔电力管理公司直接负责。可能是因为计划四和计划五的问题太严重了，以致于降低波恩维尔公司的信用状况。

巴菲特评估持有 WPPSS 计划一二三的市政公债的风险，这些当然有违约欠款，和在债券偿付期间内暂时停止支付利息的风险。而且这些债券的价值仍然基于某些因素，有一个上限。他即使能够以面值的折价购买到这些债券，但到期时其价值仍是面额还本。

计划四、五违约不久，史坦普暂停计划一、二、三的债券等级评定。计划一、二、三最低价的息票债券掉到一美元只值 0.4 美元，而且产生 15%到 17%免税的当期殖利率。最高的息票债券则下跌到一美元只值 0.8 美元，同样产生相似的殖利率。

从一九八三年十月到隔年六月，巴菲特积极购买 WPPSS 计划一、二、三所发行的债券。他购买廉价的息票债券，也购买高价的息票债券。到一九八四年六月底，柏克夏·哈斯威拥有 WPPSS 计划一、二、三共一亿三千九百万美元的债券，面值为两亿五百万美元。

据巴菲特本人声称，因为购买 WPPSS 债券，柏克夏相当于投资一亿三千九百万美元的生意，而这笔生意预计每年可赚进两千二百七十万美元（WPPSS 每年的附息累积价值）的税后盈余，而且是以现金支付给柏克夏公司。巴菲特说，在能不通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



借款且以低于帐面价值来买下某家公司，而用16.3%税后报酬率的机会，相当罕见的。他提到，购买一家无负债，且在纳税后仍能获利两千二百七十万美元（税前收入为四千五百万美元）的企业，柏克夏愿意支付二亿五千万到三亿美元之间的价格。如果这又是他了解、喜欢而且极具发展潜力的企业，他将很乐意支付这个价钱。但柏克夏公司只支付 WPPSS 债券一半的价格就得到相同的盈余。

另外，柏克夏以面值的三二折买下这些债券。

过去，巴菲特承认购买 WPPSS 债券比他预期的要好很多。八三年时那些债券的收益胜过大多数企业的收购计划。当年巴菲特以极低折扣购买的债券，支付柏克夏公司15%到17%免税的利息，这些债券换算成目前的市场价值，是当初购入成本的两倍。

巴菲特表示，"虽然 WPSS 的投资是愉悦的，但仍不会改变我们对长期债券负面的看法。""这件事使我们对于高风险的证券积累了经验"。

## 套利学说

熟悉巴菲特的人都知道，他有时候会以中期免税债券代替现金。他知道以中期债券替代短期国库券的换券操作，若被迫在不利的时候卖出这些债券，将要承担资本损失的风险。因为这种免税债券比国库券提供了更多税后收盘，巴菲特才认为收入上的利益可以弥补潜在的资本损失风险。这当然不是国库券之外唯一的有利方案。当他手上的现金超过了投资计划所需的资金时，他有时候会转向套利交易的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



什么是套利？以最简单形式来说，就是在市场上的购买证券，同时又马上在其他市场上卖出相同的证券，其目的在赚取市场差额。

比如说，如果公司的股票在伦敦市场每股是 20 美元，在东京市场每股是 20.01 美元，则套利者可以同时购买伦敦股市的股票，然后将相同的股票在东京股市销售，从中获利。这其中没有任何资金的风险。套利者只是利用各地市场之间的无效率而获利。因为这些交易并未承受风险，所以被称为无风险的套利。还有有风险的套利，是希望从公开的价钱买卖证券而获得利润。

以低于公司未来价值的价钱购买股票，是典型的风险套利。这个未来价值通常基于公司的购并、清算、股票收购或改组。套利者所面对的风险是未来股票价格的不确定性。巴菲特解释，为了要评估套利可能的风险，你必须回答四个基本问题："股票市场中，预期事件发生的机率有多大？你的现金可允许被套牢多久？有什么释出股票的机会——比如说竞争性的购并报价？因为反托拉斯法的限制，或筹措资金的技术问题等，当预期事物示发生时，你要如何处理？"

为帮助股东了解套利的优点，巴菲特提到了关于柏克夏如何以阿卡他公司来套利的故事。

一九八一年，阿卡他公司将公司卖给一家举债收购企业的公司，KKR。阿卡他目前的事业包括森林产品和印刷。除此这外，在一九七八年，美国政府从阿卡他取得超过一万英亩的红木林地，以扩大红木国家公园的范围。政府以分期付款的方式付给阿卡他公司九千八百万美元，再加上利息为 6%单利的流通在外债券给阿卡他。公司抗议政府以不合理的低价购买这块土地，而且 6%的单利也太低了。在一九八一年，阿卡他公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



价值是它本身的业务和政府潜在的投资。KKR 提议以每股三十七美元的价格购买阿卡他的股票，再加上政府支付给它的总金额的三分之二。

巴菲特分析这个事件时着重提到，过去 KKR 筹措资金的经验相当成功，而且如果 KKR 决定停止购并交易，阿卡他公司会另寻其他买主。阿卡他公司的董事会已决定卖掉公司。最后需要回答的问题是比较困难的。被政府强制征收的红木林到底值多少钱？巴菲特认为，“分不清榆树和橡树的人，反而能冷静地评估所有的报价。”柏克夏·哈斯威在一九八一年的秋天，以每股 33.5 美元的价格开始收购阿卡他的股票。在这年冬季，柏克夏拥有四十万股，大概是阿卡他 5%的股份。

在一九八二年一月，阿卡他和 KKR 双方签署正式契约，同时，巴菲特以每股接近三十八美元的价钱，为柏克夏增购了二十五万五千股的阿卡他股票。虽然交易事项很复杂，巴菲特仍愿意以超过 KKR 每股三十七美元的价格收购阿卡他的股票。显然他认为政府对于红木林的补偿支付价值会超过零。几星期以后，交易开始了。

首先，尽管巴菲特曾经假定 KKR 当时有筹资的难处。房地产业正在暴跌，贷方是非常小心的。阿卡他的股东会议被延迟到四月。因 KKE 不能安排所有资金的筹措，他们提供阿卡他公司每股 33.5 美元的低价。阿卡他公司的董事会拒绝了 KKR 的提议。

到了三月，阿卡他公司接受了其他公司的竟价，以每股 37.5 美元卖掉了公司，再加上一半潜在的政府诉讼补偿。柏克夏从两千二百九十万美元的阿卡他投资中，得到了一百七十万美元的利润，相当于每年 15%的报酬率，这结果令人相当满意。

后来柏克夏公司终于收到了期待已久，政府支付给阿卡他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



公司的分期款。在诉讼期间，法官指定了两个委员会，一个负债决定红木林的价值，另一个负责决定适当的利率。在一九八七年一月，第一项决定宣布红木林的价值为二亿七千五百七十万美元，而非九千七百九十万美元。第二项决定宣布了适当的利率应该是 14%，而不是 6%，法院判定政府应该付给阿卡他公司六亿美元。政府继续上诉，但最后决定付出五亿一千九百万美元。在一九八八年，柏克夏公司收到一千九百三十万美元，或阿卡他公司每股 29.48 美元的额外收入。

巴菲特操作套利交易，已有十年的经验。大多数的套利者可能每年参与五十次或更多次的交易，而巴菲特只寻找一些重大的财务交易事项。他限制自己只参与公开的较友善的套利交易。他拒绝利用股票从事可能会发生接收或寻票讹诈，指溢价收买威胁吞并目标公司的股票）的投机交易。尽管他多年来从未计算过自己的套利绩效，但是巴菲特算出柏克夏公司平均每年的税后获利率大约是 25%。因为套利时常用来取代短期国库券，故巴菲特的交易欲望常随着柏克夏现金存量的起伏而变动。更重要的，他说，套利交易使他免于松动他自己设定的长期债券投资标准。

柏克夏在套利上的成功，股东会猜测，巴菲特是否曾经迷失于这个策略中。大家一般公认，巴菲特投资所得的利润远比他预期的要好，但在一九八九年之前，套利的前景正在改变。举债收购引发市场对资金的需求过剩，使市场成为无法驾驭的狂热环境。巴菲特也不知货方和买主何时会清醒。但当别人头昏时，他总是谨慎地行动着。即使当 UAL 的收购行动瓦解之时，巴菲特正在套利交易中抽身。借着可转换特别股的出现，柏克夏公司很容易地从套利交易中跳脱出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



# 可转换特别股

人们把可转换特别股比喻为股票与债券的混血证券。一般而言，可转换特别股可提供投资人较普通股高的当期收益。比高殖利率可保护股价免受滑落之害。如果普通股股价下跌，那么特别股股价下跌的幅度则不会比普通股大。要可转换特别股的股价下跌，除非它的当期殖利率趋近于殖利率、面额、到期日差不多的不可转换债券的价值。

为什么说可转换特别股也让投资者享有与普通股价格增值的机会？很简单，它随时可换成普通股，当普通股上扬的时候，可转换特别股也跟着水涨船高。可转换股票提供较高的收益及资本利得的潜力，购价也较普通股高。特别股溢价反映在可转换特别股换成普通股的比率上。传统上，转换的溢价可能是20％至30％，这说明可转换特别股必须在普通股上涨二十到三十个百分比时进行转换，才免遭损失。

巴菲特开始投资可转换特别股时，很多人感到不理解。最初，大家并不清楚巴菲特这项行动的含意是对以下这些以司和企业的营运状况表示认同泥？或只是对它们免于被控诉的奖励呢？在当时情况下，所罗门、吉列、国际冠军和美国航空等公司均被收购集团所威胁。所罗门公司面临被露华浓集团下的罗纳德派瑞门接收的潜在危机。吉列被科尼斯顿合伙公司迫害，迈克·史坦哈威胁要接掌美国航空。国际冠军公司并没有面临迫切的危机，但由该公司卖给柏克夏三亿美元所的可转换特别股（相当于8％的公司股份），也正在努力地避免被购并的危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



# 所罗门故事

八七年十月股市崩盘之前的那段日子里，柏克夏·哈斯威宣布它以七亿美元购买所罗门公司所发行的 9%特别股股份。并可在三年后以每股三十八美元转换成该公司的普通股。如若柏克夏没有兑换那些特别股，那就从一九九五年十月起的五年后，所罗门必须赎回该股份。所罗门当时的普通股是以每股约三十三美元交易。特别股是以高于票面面额 15%发行。换句话说，在柏克夏兑换特别股之前，所罗门的普通股必须上涨 15%，才不会受到损失。

这年罗纳德郑重派瑞门企业正试图接管所罗门公司。当时所罗门的总经理，约翰·格特福恩德不认为把公司卖给该企业会有任何好处。格特福恩德表示："我打电话给了巴菲特，很快地达成交易。"其实，巴菲特和格特福恩德相识已久。从一九七六年格特福恩德协助 GEICO 公司从破产边缘恢复以后，巴菲特多次观察到此人如何优先考虑委托人的利益，而非公司的获利。他评说道，在华尔街这样的作为相当不平常。从那时起他就非常信赖而且欣赏葛特福恩德。

依巴菲特的观点来看，所罗门的特别股属中价位。收入固定的股票。并且转换成普通股的可能性相当高。关于投资银行业务的投资，他并没有很特别的洞蔡力。对于银行业将来的现金流量他也没有很大的信心。他解释道，这种不可预测性，正是柏克夏只投资特别股而不投资普通股的原因。

到了一九八六年，所罗门的普通股会涨到每股五十九美元，这比柏克夏所购入的转换选择高出 55%。如果所罗门在三年内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



再一次达到这个高点，那么转换后的股票加股利，使柏克夏的总获利可达 88%，或是 29%的年获利率。如果是在五年内才上扬到每股五十九美元，那么柏克夏的年获利会是 17.6%。虽然 17%比柏克夏自已的有价证券获利还低，但仍胜于大多数的企业报酬，几乎是长期债券利率的两倍高。虽然这种转换的潜力存在，但巴菲特认为，最令人难以抗拒的是它具有收入固定的特性。

正因为这些，才使所罗门公司能度过两次大的灾难。

第一次灾难发生于一九八七年十月，在巴菲特购入所罗门特别股后一个月，股市发生了大崩盘（见图 9. 1）。

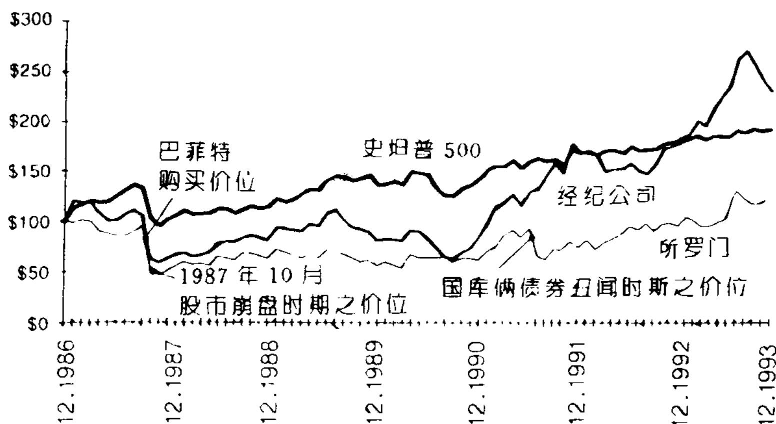



图 9. 1　所罗门以司的普通股股价与
史坦普 500 和经纪公司指数的比较
（起始日的指数为 $ 100）

所罗门的股价跌落到每股十六美元。如果当初巴菲特选择了普通股，现在他已经损失掉一半的投资金额了。到一九八七

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



年年底，所罗门股票挣扎到每股十九美元。从这儿说起，如果柏克夏想要在转换特别股不赢不输，所罗门股票必须有两倍的涨幅。到一九八八年，该公司股票上涨23%，每股二十四美元。

第二年也曾高涨到二十九美元，直到十月十三日股票跌价才又滑落到一股二十三美元。最后，到一九九一年股票总算回升到每股三十三美元，就成了巴菲特当年购买的价格了。

在该公司一九九一年八月违反美国财政法之前，每股已达三十七美元。之后发生的事情则多半牵涉到巴菲特个人的故事，而非投资的事情。巴菲特说，一九九一年八月十六日，大约早上六点四十五分，我接到一个所罗门公司高级主管打来的电话，说他们要出辞呈了。一星期前，该公司就担心违反国库券拍卖法规，原因是在五月份卖给投标人的两年期国库券中，所罗门控制了其中的95%。法规中明文规定公司在拍卖中不能够购买超过35%的总出售物。所罗门公司不但远超过这项限制，而且还隐瞒有关单位的好几个月。格特福恩德在公司违反法规后马上知道了这件事，他连同其他重要主管被人批评没有及时告知政府相关部门。严厉的批评使格特福恩德无路可走，只好引咎辞职。

“这不算什么大事。”巴菲特说，因为在美元这片国土上除了花旗银行之外，就属所罗门的负债最多，而且有一半的负债再过几个星期就到期了。如果所罗门失败了，那么它对国家财政及柏克夏，都会产生巨大的影响。

为了向政府、政客、股东和顾客担保所罗门公司是值得支持的企业，直到危机解决时，巴菲特一直担任过渡时期的董事长。在调查期间，巴菲特的表现和领导能力带领该公司免去了土崩瓦解的厄运。

在以后的十个月里，巴菲特指定戴瑞克·莫根担任所罗门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



兄弟公司的董事长兼总经理，所罗门兄弟公司经营投资银行业务。莫根以前被派驻东京，负责东亚的业务，且绩效甚好。另外，他制约派门杰托尔斯及奥尔森（查理·门杰的法律公司）的经营合伙人罗伯特·丹汉，担任所罗门的专任律师。丹汉与巴菲特邀集相关的联邦官员针对所罗门违反命令一案进行协商，并赔偿两亿九千万美元和解了事。

最终结果是，他重新安排所罗门的经营、主管薪酬和业绩评等。当一九九二年七月，巴菲特辞去过渡期董事长一职后，他就马上指定罗伯特·丹汉为继任董事长。

所罗门企业被宣布违法后，它的股价就下跌到每股只剩十六美元。与一九八七年十月股市大崩盘时的股价相当。以后的四年，它一直保持大崩盘后的水准。

一九九一年九月巴菲特接手后，它的股票才又稳定地回升。到一九九三年十二月，也就是丑闻发生后的二十八个月，股价上涨了 193%，也就是每股四十七美元。虽然奇迹般地恢复，但该公司特别股的表现却十分让人失望。

自一九八七年以后，普通股的价格不但不能超越史坦普五百种股票指数（见图 9.1），反而比其他的经纪商公司表现更差。柏克夏投资所罗门的特别股，若转换成普通和外加股利，最后六年平均回收 13%，这项回收显然低于一般企业的平均报酬率，但是也明显地超过其他的中期固定收益证券。

毫无疑问，所罗门低于水准的成长率多半归咎于不得力的经营策略。这是第一宗由于高级主管的违法行为，而损害到柏克夏的投资。巴菲特强调，如果他在企业方面评估错误，那是由于他误解公司未来的经济方针，而不是违反经营道德。

巴菲特多次说：

“评估一个人时，你必须看准他的三个特质：正直、智力和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



活力。如果对方缺乏第一项，另外两项也会把你害死。”没有一种经济统计能预测所罗门公司未来的经营问题。

但是，巴菲特在重新委任的名单中加入了非管理阶层的董事，该董事拥有较高的优先权可以保护股东的利润，并确保公司以后能够迅速且开诚布公地处理问题。

在一九九四年二月和三月之间，巴菲特在一连串十八项不同的交易中，购入了所罗门企业五百五十一万九千八百股的普通股。外加先前在一九九三年十一月购买的四十九万五千二百股，柏克夏·哈斯威共有六百零一万五千股普通股和七十万股特别股。因身为该公司的普通股股东，巴菲特对此公司的信心更是大增。

然而所罗门仍是上市公司，它的盈余自然相当不稳定。但就他的观察，喜诗糖果公司的盈余也相当不稳定，圣诞节进它的获利相当可观，七月时却非常冷清。所以巴菲特说，上天堂的方法不只一种。

因为新的经营方式和新的人事安排，使巴菲特对所罗门的信心有增无减。戴瑞克·莫根的薪水紧系在所罗门兄弟公司和股东权益报酬率上。如果公司管理经营得好，而且股东也获利，那么莫根的薪水也会跟着增加。如果股东利益受损，莫根就没什么好看了。而且有罗伯特·丹汉担任董事长，他也相当放心。巴菲特这么说：“它并不像吉列或可口可乐般容易预测，但是我们有一些人才在经营所罗门”。

## 航空故事

在一九八九年七月，柏克夏投资美国航空三亿五千八百万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



美元，并从可转换特别股中获利 9.25%。该特别股可转换成每股六十美元的普通股。假如说柏克夏十年后没兑换，那么美国航空必须买回这些股票。当时，美国航空公司的每股普通股的股价是五十美元。

“这项买卖，时机非常巧合。问题就发生在我插手这项交易的时机”。巴菲特说，当时他投资美国航空的时候，该公司正从派德蒙特航空公司的收购案中获益。此外，航空工业也正在彼此合作。过去的美国航空一直是令人印象深刻的企业。从一九八一到一九八八年，它的股东权益报酬率平均达 14%，税前纯益率在 8%和 12%之间，而这时公司的市场价值从二亿上扬到十五亿美元。

现在，巴菲特对于航空工业仍然很陌生。他不知如何预估这项产业的经济情况。所以，他愿意投资特别股，而不愿投普通股。他这么说：“这不代表我们不看好（美国航空公司）；我们是不可知论者，而不是无神论者，对它（航空业）缺乏强烈信心，表示我们在投资这种远景被看好的企业时，必须采取于以往不同的投资结构。”

尽管如此，巴菲特相信在产业情况允许下，美国航空的普通股应该会有不错的表现，如此特别股也会跟着水涨船高。然而，他却学到了其他一些事情。

问题是由并购派德蒙特航空公司，及航空业本身不合理的行为引起的。巴菲特已经预料到这次的并购将会发生一些混乱场面，一般情况下，合并时常会发生这种事，尤其在航空业界，困难的合并更是普遍。还好，美国航空的董事长兼副董事长，爱德·科洛德尼和塞斯·休非尔德，没多久就修正了那些复杂的购并手续，但仍是不能避免即将卷入的航空工业风暴中。

巴菲特说：“航空公司的经济，其恶化速度相当惊人，尤其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



在采取自杀般的了价策略后，更是如此。”

无疑，航空服务是一种商品。消费者选择哪家航空公司，往往决定于价格。当航空公司要争取市场占有率时，他们会不断地降价。这种降价行为在破产的运输公司中尤其常见。一旦一家航空公司宣告被产后，它就能免于财务危机而继续提供运输业务。为了赚取现金，破产的航空公司会以低于成本的价格来提供服务。

巴菲特从这里看到，这种商品服务的问题的症结，就是你跟你的对手一样的愚蠢。财务健全的航空公司曾被破产公司这种愚昧的行为拖累。虽然如此，巴菲特仍然觉得，除非所有航空公司均被打垮，否则在美国航空的投资一定能够回收。

航空工业历史上最萧条的一年是一九九一年，这很不幸，短短的十四个月里，中途、泛美、美西、大祟和寰宇几家航空公事相继登记破产。在破产法院的保护和鼓励之下，这些公司都以低于次要公司的最低收费继续生存了下来。破产法院造成的连锁效应，正在威胁着整个航空业。

就一九九一年来讲，航空业单一年度的损失远远超越自莱特兄弟驾“猫鹰”号首航以来的历年的总和。在这一年，巴菲特估计柏克夏持有的美国航空特别股的市场价值只有二亿三千二百万美元，比当初的支付价格少了一亿两千六百万美元。他们最后给该公司的评价特别低，反映出这种产业会使所有的参与者冒着不容忽视的无利可图的风险。

事后巴菲特只好承认，虽然他了解航空公司企业的竞争性，但是他从未想到这一行业的决策者会有这种自取灭亡的行为。

在经历这次事件以后，巴菲特认为没有比航空业更不值得投资的企业。他像上了一次大当。这种商品企业具有极大的固定成本和过剩的生产力。尽管航空业致力于经营技巧的改善，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



其报酬只能苟延残喘而无法兴盛。

随着英国航空小额的投资，美国航空生存的潜力逐渐增加。英航投资三亿美元，购买该公司19.9%的股份。这项横跨大西洋的合作意图，是想借着两家航线的结合来运输旅客。美国航空搭截本地旅客飞往英国伦敦希恩罗机场，然后改由英航把旅客送往国外。

同样地，英航也将欧洲的旅客载往美国，然后改搭美国航空继续他们的旅程。概念上，这样的联盟有相当的道理。当然，联合两家航空公司的服务可是不容易的。

巴菲特这样认为，“美国航空的投资是一个错误。”就像所罗门企业一样，美国航空的表现不但低于史坦普五百种股票指数（见图9. 2），且远不如同行业。

曾有一位哥伦比亚大学的学生问巴菲特为什么投资美国航空，巴菲特说：“我的心理医生也问我同样的问题”。“事实上，我现在手头就有八百个电话号码，如果我急需购买航空公司股票，只需打通电话说：‘喂，我叫沃伦，是位飞机狂’，他们便马上很客气地和我谈。”

他说得虽然有点含蓄，但是不无流露出某种遗憾，这次投资的错误使他很能从失败中找出真正原因。他是个善于总结的经营家，在投资方面，已经达到相当完美的程度，但智者千虑终有一失。

## 国际冠军

早在八九年十二月间，国际冠军公司把三十万股可转换优先股卖给柏克夏·哈斯威。每股的年累积股利是2.5美元。除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



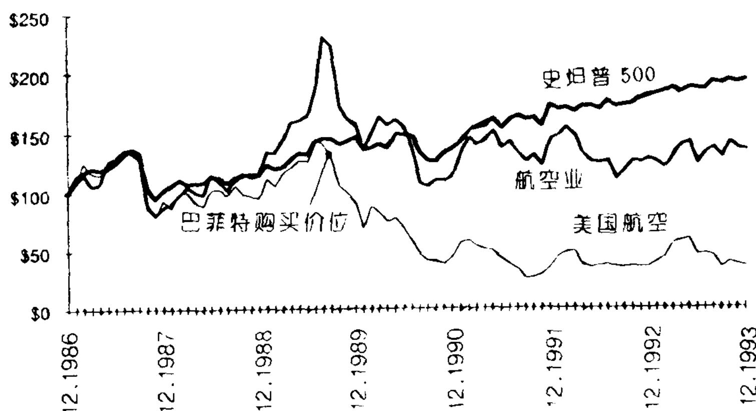



图 9. 2 美国航空普通股股价与史坦普 500 和航空业指数的比较
(起始日的指数为#100)

此以外，一股特别股还可兑换成 26. 3 股（每股三十八美元）的普通股。在柏克夏购买某特别股时，冠军公司的股票为每股三十美元。

这家公司的董事长兼总经理，安德鲁·希格勒，一直对购并者怀有敌意，他很害怕冠军公司很快就会成为购并者的目标一九八九年乔治亚—太平洋企业顺利取得大北方尼可莎公司，所以他力邀巴菲特来公司投资。柏克夏拥有 8%的公司股份，而且试图劝阻那些虎视眈眈的购并者。和股票经纪业及航空工业一样，巴菲特也不熟悉林产业。因为无法预计将来的经济的状况，他买进可转换特别股以避免未知的损失。

在柏克夏投资该公司之前，冠军企业较为不振奋儿年来，它的股票一直在二十二和四十美元之间波动不止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



在巴菲特购买国际冠军公司企业的特别股的前十年，它的平均股东权益报酬率是7%，虽然在一九八七年，其股东权益报酬率曾经高到12%，负债与股东权益比平均60%，远远超过巴菲特可接受的比例。

国际冠军公司是以帐面折价进行交易的，这是它最吸引人的地方。所谓帐面价包括高级纸制品工厂和宝贵的木材。公司拥有面积五百八十万英亩的林地，价值可达十五亿美元。如果是其它的买卖，类似这样的木材交易会使公司的土地价格接近二十六亿美元。

当柏克夏投资可转换特别股时，该公司曾经从董事会授权的一千万股证券中买回其中的二百八十万股。

虽然纸业和林产业的经济利益给人印象太深，但是国际冠军所持有的木材，其本身价值就无可限量。只是有个条件就是公司只要卖掉一些木材来买回股票并减少负债，那么股票价格就会如同柏克夏一般，不断上涨的。

由于改进的潜力还远远没有发掘出来，冠军公司的进步才非常缓慢。

在连续十五年的盈余之后，公司在一九九一、一九九二、和一九九三年开始赔钱。纸制品需求量的降低与生产力过剩，导致价格下滑25%，利润和股价不断萎缩。

虽然冠军公司的短期经济绩效，已经落后在史坦普五百种股票指数以及纸业/林业产品指标之后（见图9. 3)，但持有木材能保持长期价值。对于长期投资人而言，“伐木制材业是在通货膨胀时最佳的保值方法。根据纪录显示，木材在通货膨胀时，可长期回收高于膨胀率4%到6%的利润。”多年来，巴菲特一直努力避免通货膨胀。对柏克夏・哈斯威而言，持有冠军公司的木材可能就是度过通货膨胀的最佳屏障。投资人每拥有一百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



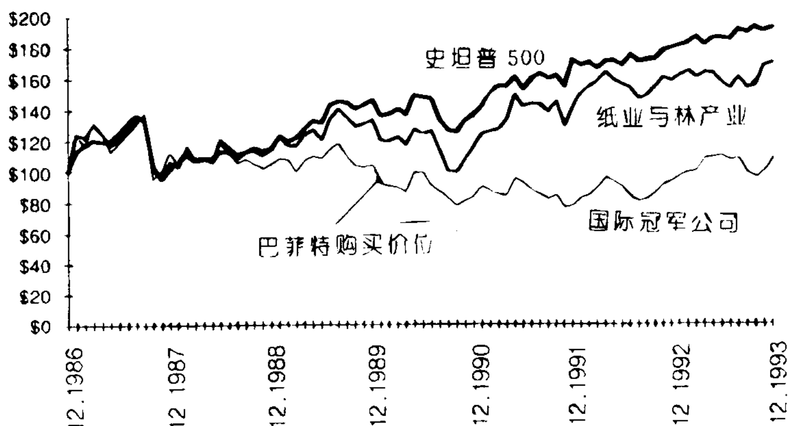



图 9. 3 国际冠军公司的普通股股价与
史坦普 500 纸业/林产业指数的比较
(起始日指数为＄100)

股国际冠军的股票，就等于拥有 5.5 英亩的原木材。

## 行 进 运 通

事情从一九九一年一月说起，那时巴菲特投资美国运通公司三亿美元，这家公司和柏克夏所持有的其它可转换特别股不同的是，虽然它的特别股固定有 8%至 85%的股利，但在发行三年以后，所有的特别股必须全部转换成普通股，共计最大总股数为一千二百二十四万四千八百九十八股。如果柏克夏所持有的美国运通特别股，其转换价值不小于四亿一千四百万美元，则转换率会自动调降，以限制柏克夏应得的普通股的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



美国运通公司的特别股设有价格上限，这一点不同于其他可转换特别股。

如果到期的转换价低于柏克夏的损益两平价格：每股 24.5 美元，则该公司允许柏克夏延后一年转换。虽然契约中有这么一项规定，但是该公司的股价并没有最低限制。如果届时股价只值二十美元，那么依然要照此价格转换。当发行特别股时，它的普通股价格是每股二十五美元。

该公司在一九九一年进行筹集基金的活动。它的经纪公司，西尔森黎曼兄弟公司，在信用卡部门必须挪一部分借款，以补西尔森资金的不足，一连串损失之后，资金大幅削减。

美国运通公司于这一年的债券等级马上从 AA 降到 AA 一，这项指标令董事长兼总经理詹姆士·罗宾森相当难堪。

这时，GEICO 前任董事长，现今的董事会成员杰克·波恩，建议罗宾森就股本投资以立即提高资本价值一事，与巴菲特接洽。

巴菲特回忆说："我告诉杰克我有兴趣，而他马上叫吉姆·罗宾森打电话和我联络"。一星期以后，巴菲特投资了该公司未公开发行的特别股三亿元。

有一点原因总不清楚，巴菲特为什么接受美国运通公司的限制条件。股价上限额度的条件会使柏克夏最多只有 37％的收益。如果股价已达 37.53 美元，那么公司赎回股价只要 33.79 美元。然而尽管有这些限制，巴菲特依然想要投资。他承诺会投资五亿美元，但是罗宾森只想发行三亿美元的特别股。

巴菲特提醒人们不要把这次行动视为怪事。"当时对我而言，那是很值得的。"拥有固定收益的另一种方法是购买殖利率 7.5％的长期国库券，以及 6％的短期国库券。

到了一九九一年十月，投资美国运通公司二个月后，公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



宣布有两亿六千五百万的应付款项，第三、四季度的盈余减少为以往的 93%，股价滑落到十八美元（见图 9. 4）。从那时起，股价一直小幅上扬。到一九九二年，公司把从事资讯服务业的子公司，第一数据 46%的股权卖出，筹措了九亿七千五百放手资本。一九九三年，公司以十亿美元把旗下的西尔森经纪公司，卖给布莱梅瑞卡公司。

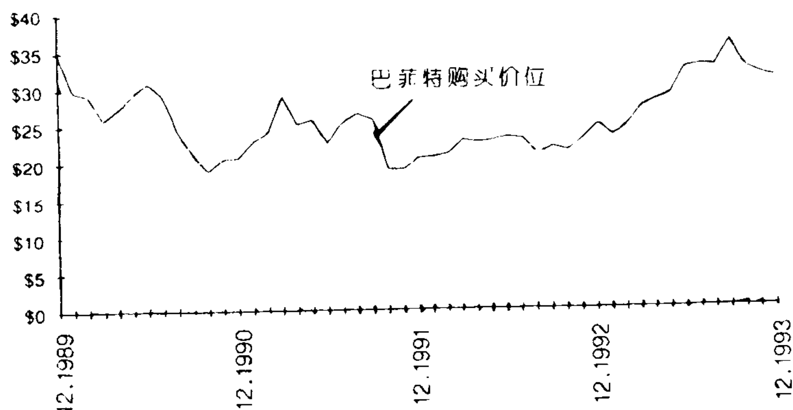



图 9. 4　美国运通普通股股价

除了保留李曼兄弟公司的投资银行业务和证券交易部门外，一九九四年它计划依持股比例，分配资产给美国运通公司的股东。资产分割后，公司就剩下旅游事务部门（信用卡部门）、IDS 财务服务部门（财务规划与投资部门）、美国运通银行，及第一数据公司 54%的股权。

到一九九三年年底，美国运通公司股票涨到三十一美元。如果柏克夏以这个价格转换股票的话，全部获利可达八千万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



包括股利在内，这两年中平均每年的投资报酬率为 21%。

非常重要的一点，巴菲特把可转换特别股视作固定收入证券，以及增值的工具。他重视的是每一股特别股所代表的普通股增值潜力，而忽略些它所代表的固定收入。

例如，当所罗门公司的普通股市场价值为二十二美元时，一些新闻界人士就指出，若公司的特别股以三十八美元的转换以后，会是面值值的 60%。

巴菲特提出“概括来说，特别股的价值就在于它的可转换性，如果失掉这种优势的话，无论所罗门公司的附息或赎回的条件是什么，其价值都是零。”另外，“柏克夏的可转换特别股价值主要来自它收入固定的特性”，所以，“柏克夏可转换特别股的价值不能少于相仿的不椤转换特别股，甚至基于转换权的考量，还必须高于不可转换股。”

在巴菲特预期中，他觉得能从可转换特别股的投资中，柏克夏·哈斯威至少能回收本钱外加股利。若获利仅就这些，他会很失望的。当然，他了解要使特别股的报酬率更高一些，必须有表现优秀的普通股。他认为：“要达到这个目的，公司需要良好的经营及基本的风险承担能力。”

尽管国际冠军公司从柏克夏投资以后一直运营不好，但它仍有改善的极大潜力。巴菲特从不期望柏克夏可转换特别股的投资会有出人意料的利润。但他确实希望特别股的利润能超过那些具有固定收效的投资结构。

……回顾一下巴菲特的投资过程，他从投资一百美元起家，到现在，已经创造了超过一百二十亿美元的财富，被当今社会誉为“最伟大的投资者”。

他以自己简单的投资策略和投资法则，不做短线进出，不理会股市上每日人声鼎沸中的涨涨跌跌，不担心经济形势，对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



形势的变化胸有成竹，妥善管理手头中的投资组合，创造出了一个发家致富的奇迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 第十章　巴菲特忠告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

巴菲特告诫人们，如果让最精明、最有能力的管理者在一个漏洞百出的公司工作，他们也起不了什么作用。不管公司的经营管理是多么地令人印象深刻，他绝不会把投资放在这群“人”的身上。他说：“以一个名声卓著的经营管理者去拯救一个经济体质欠佳的企业，结果必然是徒劳无功”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**▲我决不会丢掉我所熟悉的投资策略，尽管这方法现在很难在股市上赚到大钱；但我不会去采用自己不了解的投资方法，这些方法未经理论验证过，反而有可能产生巨大亏损的风险。**

——巴菲特的这段忠告显示了他在股票投资时的那份特有的沉稳、冷静。这段话也许对于那些只看中股票利润而忽视风险的投机者来说，无疑很不适用的。甚至巴菲特也承认股市是“赌场”，但赌场同样需要知己知彼，因为大家都想“百战不殆”。

巴菲特早年在哥伦比亚大学商学研究所读书时，受教于著名的本杰明·格兰姆。格兰姆一向强调了解一家公司实值价值的重要性。他相信正确计算出这个价值，并以此为参考购买股票的投资人，能事半功倍，获得较好的利益。这套教学方法和理论，引起了巴菲特的高度兴趣，使巴菲特对企业数字有较强的敏锐度。巴菲特在以后的股票生涯中，形成了自己独特的经营方式，“不以物喜，不以已悲”，用简单实用的方法获取了一笔又一笔的利润。

无疑，股市上的人们都很“急”，但要量力而行，找出一套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



属于自己的炒股方法，不人云亦云。巴菲特还说："我们的投资将以实质价值而非热门股作为投资的选择基础"，并保证"将会尝试减低长期的资本损失。"总的说来，他是"拒绝投机"的。

我们不妨听听他自己的解释：

"我不会因只为了要让我们公司的获利率增加一点，而去关掉一个利润低于正常值的事业"。"我也觉得即使是一家有超额利润的公司，也不该资助一项在将来有重大亏损的投资活动。"

"中庸之道是唯一让我感到舒服的投资策略"。

**▲当市场供应量不足的时候，我们加入大的供应量，而当市场供应充裕时的时候，我们便较少地参与竞争。当然，我们不是因为要做稳定剂而遵循这个政策，我们只是相信它是最合理、最有利的企业经营方法。**

——巴菲特的这种方法被比喻成保险业的安定剂。依照巴菲特的经营作风，在任何年度，他愿意承保保额为去年五倍，或只有五分之一的保单。他希望公司一直能承保大量的保单，但价格必须合理。如果价格非常的低廉，只要有小额交易他就非常满足了。他的这种承保哲学现在已被许多企业和投资者所肯定。

另外一层的涵义中包含了"知足长乐"的思想。在股票市场上，做到这一点是非常困难的。很多炒股人都心"贪"，当钞票在眼前浮动时，他们忘掉了见好就收，结果会反而造成损失。巴菲特的难能之处是头脑冷静。知道什么时候把拳头打出去，什么时候再把拳头收回来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**▲评估一个人时，你必须看准他的三个特质：正直、智力和活力。然而如果缺乏了第一项，另外两项就会害死你。**

——巴菲特很重视经营道德，非常看重合伙人或者说合作伙伴的人品。美国当今很多了不起的企业家都与他相处甚好。比如查理·门杰、菲利普·费歇、本杰明·格兰姆、以及与可口可乐的总经理、吉列公司的总经理等等。

我们谈谈门杰，他开始是搞法律的，开过一家律师事务所。一九六〇年与巴菲特碰面，两人话题自然就转到了投资上。两人都坦诚相见。巴菲特试着说服门杰致富之道在于投资，而不是法律。他的论据很令人信服，使查理·门杰没过多久就创立了类似于巴菲特的投资合伙事业。

从一九六〇年到一九七八年，两人一直保持联系，不断增强友谊。一九七八年当多角化零售公司与柏克夏·哈斯威合并时候，他们的关系就更正式了。门杰成为柏克夏·哈斯威董事会的成员。当柏克夏和蓝筹印花公司合并时，他成为柏克夏·哈斯威的副董事长。在蓝筹印花公司达到它盈余最高点期间，巴菲特和查理不只取得喜诗糖果和《水牛城新闻报》，七三年他们就取得魏斯科财务公司80%的股权了。所以，在如今任何有关巴菲特和柏克夏·哈斯威的论述中，如果没有查理·门杰，都不算完整。他是柏克夏的共同经营合伙人。

股票市场上出现过欺诈事件，但大家只要记住人心是杆秤就行了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**▲我有15%像费歇，85%像本杰明·格兰姆。都不摆架子，心胸宽广，都是杰出的老师。他们在投资界是非常重要的。**

——巴菲特所说的这两人，在美国股界都是赫赫有名家喻户晓的人物。他们思想深刻，投资方式完全不同。巴菲特把自己说成是由他们的思想组成的，足以证明他们的与众不同。有人说，要想了解巴菲特的学习投资过程，最好的办法就是综合研究本·格兰姆和菲利普·费歇。

格兰姆被公认为美国财务分析之父。因为在他之前没有这项事业（财务分析）。巴菲特起初喜欢他的文章，后来成为他的学生，而后是他的员工，接着与他共同合作。

而费歇有条著名的理论，他说，杰出的公司除要拥有高于平均水平之上的企业特质外，还必须有经营能力高于平均水平的经营者经营公司。这一条对巴菲特的影响很深刻。

巴菲特这则忠告使我们看到在成长中向人学习的重要性。巴菲特被人说成投资天才，但他一点也不复杂，平实、坦率、直言不讳、正直、诚实。但他不能忍受愚蠢，喜欢简单明了，痛恨复杂冗长。他对柏克夏的优势和弱势，均不避讳地加以强调。他认为柏克夏股票的投资人亦是公司股东之一，有义务告诉他们全部的资讯，以增强透明度。

“临池羡鱼，不如退而结网”。只有将触角伸出，学习加勤奋，成功之路就在脚下！

在格兰姆一九七六年去世不久，巴菲特成为格兰姆实质价值投资法的公认接班人。有人把巴菲特的名字当作实质价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



资法的同义字，这个评价是不过分的。这说明巴菲特已青出于蓝而胜于蓝了，他超越了格兰姆。

另外，他汲取费歇的质化理论。费歇教导他“不要过分强调投资的多元化。”巴菲特从他那里学到了“经营管理阶层的良与差，能影响潜在的企业价值”。购买太多股票的缺点，在于投资人变得无法去注意各个不同篮子里的蛋。投资人的风险在于，他们对比较熟悉的公司的投资显得太少，而对陌生的公司，投资又太多了。

格兰姆给予他投资的思考基础：安全边际，且协助巴菲特学习掌握自己的情绪，以便在市场的涨落中获利。而费歇则给予他最新的、可行的方法学，使他能准确判断出好的长期投资。知道这些以后，巴菲特的强大就不难理解了。

**▲当人们因贪婪或者受到惊吓的时候，他们时常会以愚蠢的价格买进或卖出股票。……某些股票的长期价值是取决于企业的经济发展，而不是每天的市场行情。**

——听了这段话，那些证券交易所的大厅里，双目紧紧盯着彩色屏幕的明明灭灭不放的人们，也许会很泄气。因为他们的目光和焦灼的心情关注的正是当天瞬息万变的市场行情。他们正是巴菲特嘲笑的对象。

巴菲特年纪尚轻时，就已能很快地抓住购买个别股的投资行为，与预测一般市场走势的投机行为之间的差异。购买股票，需要具备某些会计上和数学上的技巧，而要理清市场价格的起落不定，又需要投资人控制自己的情绪起伏。在巴菲特的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



生涯中，已能不被股市情绪的力量所左右。因为市场是由投资人组成的，情绪比理性更为强烈，惧怕和贪婪使股价在公司的实质价值附近震荡起伏。

巴菲特提醒他的股东，成功的要点是必须具有良好的企业判断力，和保护自己不受市场先生所掀起的狂风所害。

巴菲特并不会因市场价格情况的改变，而停止收购的行为。虽然偏高的市场价格可能使得诱人的交易减少许多，但他还是能够发现吸引他的公司，然后收购它的股票。他写过一篇文章《在股市已经一片看好声中，你将付出很高的价格进场》。他不预期股票市场的涨跌。他的目标不过分，甚至平庸。

他说："我们只是设法在别人贪心的时候保持戒慎恐惧，唯有所有的人都小心谨慎的时候我们才会勇往直前。"这种超人的逆向思维造就了他。

当然，了解其他大多数人的想法，并不能够代替自己本身的思考。他认为想要获得大量收益，你就得小心评估各个公司在经济面上的基本体质。热衷于目前最流行的投资方式或情报，无法保证你一定成功。

这又是一个选择的问题。投资股票很像我们人生的过程。关键在于选择中把握时机。

**▲投资人总想要买进太多的股票，却不愿意耐心等待一家真正值得投资的好公司。每天抢进抢出不是聪明方法。……近乎怠惰地按兵不动，正是我们一贯的投资风格。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



大家知道，巴菲特之所以能够成功地管理柏克夏的投资组合，多半要归功于他的“以静制动”的能力。大部分的投资人都很难抵抗诱惑，不断地在股市里抢进抢出。但在他的想法里，买进一家顶尖企业的股票然后长期持有，比起一天到晚在那些不怎么样的股票里忙得焦头烂额绝对是容易得多。

他曾打过一个比方:“投资人应该假设自己手中只有一张可以打二十个洞的投资决策卡。每一次投资，就在卡片上打一个洞。相对地，能够作投资决定的次数也就减少了一次。”

而股市上的人谁会有这种耐心去等待绝佳的投资机会出现，而不会轻率地作决定呢?

巴菲特认为，从财务利益的观点来看，他这种长期持有的策略，比起那些强调抢短线的投资方式更为有利。他这样解释:

假如我们做了一个每年成长一倍的一块钱投资，如果我们在第一个年度结算时出售，我们的净收益为 0.66 元(假定累进税率为 34%)。如果我们继续以每年加倍的速度投资，并不断出售和支付税金，然后将收益转投资，二十年后我们的获利是二万五千二百美元，所支付的总税金为一万三千美元。但是如果我们购买了这项每年成长一倍的一块钱投资，然后握在手中二十年都不动，那么在二十年之后，总收益将高达六十九万二千美元，所付的税金则为三十五万六千美元。

这里的利弊令我们一目了然了。

巴菲特认为集中持股可以降低风险。他相信:“随年岁增长，我越发相信，正确的投资方法是把大量的资金，投入到那些你了解，而且对其经营深具信心的企业。……我很少能同时发现两家或三家以上可让我有信心的企业”。他对手中持股的涨跌与市场股价指数表现的比较，可说是毫不关心。他知道，只要企业本身拥有杰出的营运绩效，总有一天这样的绩效会反映到股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



票的价格上。

这对我们炒股的大多数人来讲，能不能算是忠告呢?

**▲因为我把自己当成是企业经营者，所以我成为更优秀的投资人。因为我把自己当成是投资人，所以我成为更优秀的企业经营者。**

——按照他的说法，全面收购一个企业与购买该企业的股票，基本上是没有差别的。他说:“我们在投资的时候，要将我们自己看成是企业分析家，而不是市场分析师或总体经济分析师，更不是有价证券分析师。”

股票是抽象的概念。他不以市场理论、总体经济概念或各产业领域的趋势等方式去思考。他的投资行为只和该企业实际的经营状况有关。

他认为，投资人财务上的成功，和他对自己做的投资的了解程度成正比。

他认为投资的成功与否并非取决于你了解的有多少，而是在于你能否老老实实地承认自己所不知的东西。“投资人并不需要做对很多事情，重要的是要能不犯重大的过错。”

巴菲特告诫人们，如果让最精明、最有能力的管理者在一个漏洞百出的公司工作，他们也起不了什么作用。不管公司的经营管理是多么地令人印象深刻，他绝不会把投资放在这群“人”的身上。

他说:“以一个名声卓著的经营管理者去拯救一个经济体质欠佳的企业，结果必然是徒劳无功”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



他主张成功的经济管理绩效，是获得较高的股东权益报酬率，而不只是在于每股盈余的持续增加。巴菲特比较喜欢以股东权益报酬率——营业盈余与股东权益之间的比例，做为评估公司年度表现的依据。

在巴菲特的投资哲学里，最明显的特色是他清楚地了解到，拥有股份就拥有那家公司，而不只是拥有一张纸。

他最相信本杰明·格兰姆的一句话："最聪明的投资方式，就是把自己当成持股公司的老板"。巴菲特认为"这是有史以来关于投资理财最重要的一句话。"

通常那些持有股票的人可以选择成为企业的所有人，或者只当自己持有一些可以交易的有价证券。认为自己只是拥有一张纸的股票持有人，通常都不在乎公司的财务状况。

在这些人的眼里，每天涨涨落落的股市成交价，比公司的损益表和资产负债表更能够正确地反映股票的价值，他们买卖股票就像掷骰子一样。

而巴菲特则不然，他认为一般股票的持有人和企业经营者这两个角色是密切相关的，两者应同等看待企业的所有权。

**▲只要企业的股东权益报酬率充满希望并令人满意，或管理者能胜任其职务而且诚实，同时市场价格也没有高估此企业，那么我相当满足于长期持有任何证券。**

——本·格兰姆当初曾告诉过巴菲特："短期来看市场是个投票机器，但长期来看则是个秤重器。"巴菲特与一般炒股不同的是，他更有耐心，乐于忍耐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



他不赞同“只要有利润，你就不会破产”。认为这是愚蠢的建议。

费歇告诉他：你手上握有的投资（股票）一定要比现金好，否则就不是一个好的投资。

在投资华盛顿邮报公司时，他说：“一份强势报纸的经济实力是无与伦比的，也是世上最强势的经济力量之一。”

他相信拥有一份报纸，就好像从城镇里每一个想制作报纸广告的企业中，独占刊登广告权一样。

除了一些独占特性外，报纸也有很高的经济商誉价值。如同巴菲特指出的，发行报纸所需要的资本很少，所以能轻易地将销售量转成利润。它的前景是光明的。

巴菲特曾告诉人们，既然一份三流的报纸也能赚得相当的利润，因为市场对报纸并不要求很高的标准，完全是经营者的自我要求。

只要认为有前途，巴菲特就决心投资。他曾充满自信地说：

“我的工作目标是使公司业绩起死回生。”

巴菲特很欣赏 GEICO 的伯恩，曾说：

“伯恩像鸡场的管理农夫，滚着一颗驼鸟蛋进入女人房间说：‘女士啊，这正是竞争下的产品’”。幽默地肯定了他的改革创新成绩。

巴菲特喜欢公司的方针是“投资是为股东经营高报酬率的企业”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**▲在任何可以选择的时机里，我只是寻找一些税后投资报酬率最高的投资。**

——这些年来，沃伦·巴菲特成为投资界最著名的投资者。因为他冷静、沉着，在股票市场作出了许多明智的决定。

在选择固定收益时，他会考虑短期票券、中期债券、长期债券和套利组合。他在投资不同的项目时，并没有特别的喜好，他只是寻找一些税后投资报酬率最高的那种投资。

巴菲特自认为购买 WPSS 债券比他预期的要好很多。

他说："虽然 WPSS 的投资经验是愉快的，但仍不会改变我们对长期债券负面的看法，这件事使我们对于高风险的证券有些经验，而这些危险证券在市场上总是负面的评价居多，市场已经对这件事产生错误的评价。"

到了八十年代，新发行的垃圾债券泛滥于整个市场，使得高利债券变得不值钱。巴菲特说："那些既粗心大意又不肯动脑筋的人，卖出了堆积如山的垃圾债券。"这令他忧心忡忡。

巴菲特向人们解释套利风险时说：

"股票市场中，预期事件发生的机率有多大？你的现金可允许被套牢多久？有什么释出股票的机会——比如说竞争性的购并报价？因为反托拉斯法的限制，或筹措资金的技术问题等，当预期事件未发生时，你要如何处理？"为了评估套利风险，你必须回答这四个问题。

显示了他作为了一个股票投资专家的卓越远见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**▲总而言之，我寻找经济情况引人注目的公司，该公司必须由能维护股东权益的管理人员来营运，且公司的股价必须有吸引力。**

多年来，巴菲特不仅与柏克夏永久持有普通股的公司经营者保持商务联系，而且由于多年的互助，已发展出衷心的友谊。

我们不妨看一下他的“关系”公司：

①吉列公司——刮胡刀的代名词

②可口可乐公司——饮料的代名词

③华盛顿邮报公司

④健力士公司

……

都是些大名鼎鼎，誉满全球的大公司。他对这些人注目的公司的投资，全都收到了成功的回报。

当吉列公司陷入困境时，他曾打电话给该公司的董事会的一个成员约瑟夫·西斯卡，表示愿意提供柏克夏的资金给吉列，以补充其所需的资本。他说：

“吉列的生意确实讨我们的欢心，查理和我认为我们了解公司的经济状况，因此相信我们能对它的未来可以有合理而聪明的猜测。”

他一旦购买这些公司，就相当热衷于永久持有此类股票，只要公司股票具有令人满意的股东权益报酬率，具竞争力的经营管理能力，且诚实不欺，同时该公司的股票价值也未被市场高估。

事实终于给了我们一个清晰的答案，巴菲特的目光很锐利，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



看透了层层的迷雾。

在吉列不很景气的那几年，他把吉列和可口可乐进行了类比，他肯定地说：

“可口可乐和吉列是世界上最好的两个公司，我们预期在未来几年内，它们的盈余会大幅度地增加。”

没过多久，他的预言就得到了证实。他说：

“每晚就寝睡觉是件愉快的事，因为我知道有二十五亿的男人会在次日早晨刮胡子。”

**▲当人们对一些大环境事件的忧虑升到最高点时，事实上也就是我们做成最佳交易的时机。恐惧是追赶流行者的大敌，却是看重基本面的财经分析者的密友。**

胆大心细，这无疑是做成任何一件事情的法宝。在这一点上，会有许多投资界的朋友感到自己同著名投资者沃伦·巴菲特“英雄所见略同”。胆小，是成功的天敌。

大家回忆一下，一九九四年股票市场在美国的报酬率突然低了下来，当人心慌慌时，巴菲特却忙得不亦乐乎。这似乎成了他的习惯性行动，每当市场不景气时，也就是巴菲特大张旗鼓之时。

柏克夏·哈斯威在九四年下半年，进行了四个重要而特别的收购。这有点逆流而上的味道。

但巴菲特仍是老调重弹：

“发现评估一家公司，必须长期去熟悉它”。潜台词就是不要光看它的走背运的眼前。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



巴菲特经营的柏克夏·哈斯威，在投资经营中，非常注重理性原则。

他知道股票市场上没有风平浪静的时候，任何一次投资都不是没有风险。但他为柏克夏·哈斯威建立的恰恰正是那种理性的购买模式。

他说："在柏克夏，我们喜欢收购或投资的资本方案，是该年未赚取分文，但却有前途，预期未来的股东权益报酬率可能达到 20%的企业。"

所以，有人认为这些是巴菲特因为财大气粗而故弄玄虚的表现。但事实上，巴菲特正是这么做的，而且做得相当漂亮。

他也承认自己有过恐惧和压力，但他很快就会改变思路，将恐惧和压力变成了信心和动力，从而在别人惴惴不安时他显然镇静自如，做出了别人望尘莫及的交易了。

**▲我（巴菲特）从事投资的时候，主要观察一家公司的全貌，而大多数的投资人只盯着它的股价。**

——看准全貌，通览全局与窥豹一斑、盲人摸象正是投资大家与小投机商的最大差距。

伟大的作家萧伯纳说过这么一句话：

"世故者改变自己适应这个世界，而特立独行者却坚持尝试要改变世界来适应自己。因此，所有的进步都抑赖着后者来促成。"

我们是否应当将巴菲特划为"特立独行者"呢？如果这么说，那么就假定他的投资方法在金融界象征着一种进步。因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



在许多时候，当我们看到“世故”者近来的成就时，总不以为然地感叹世道不公。

八十年代往后的数十年中，投资人将浮游于许多不同的投资方法之间。小资本化、大资本化、成长法、价值法、动态法、主题法、产业循环法等都证明它们在投资上是有益的。但有的时候，这些方法也不管用，而使他们的追随者无法突破瓶颈。而巴菲特是个例外。

他至今尚未经历过投资策略无效的时期。他的投资效果被广泛证实是持续的领先者。当投资人和投机客都分心于寻找更好的投资策略时，巴菲特已经悄悄地聚集了一笔超过百亿美元的财富了。

自始至终，他都将投资视为一种企业经营活动，而以一般常识作为他的投资哲学。

他的做法归纳起来很简单：

①观察企业全貌

②忽视短期价格变化

③关系投资（投资人和公司的长期关系概念）。

而他的投资策略分为四个步骤：

①不理会股票市场每日的涨跌

②不担心经济情势

③买下一家公司，而不是股票

④管理企业的投资组合。

沃伦·巴菲特的投资策略简单到令人难以相信的地步。不用学习电脑程式，或研读很厚的投资银行业务手册。评价公司，并支付低于该公司实质价值的股票市场，是没有科学道理可循的。

“我们所做的事情，不超过任何人的能力范围。”巴菲特说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



"多做额外的工作，不尽然就能得到与别人不同的结果"。

巴菲特大获成功了。而那些与他一样具有超群能力的人却失败了。这足以显示出巴菲特所具有的独特投资策略的正确性。这种凡比寻常的技巧给人们留下许多成功的经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

# 附录　柏克夏・哈斯威历年普通股投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

在柏克夏，我们喜欢收购或投资的资本方案，是该年未赚取分文，但却有前途，预期未来的股东权益报酬率可能达到20%的企业。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

附表 1　柏克夏·哈斯威 1977 年普通股投资组合

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 934,300 | 华盛顿邮报公司 | $10,628 | $33,401 | 18.4 | 周期性消费 | 出版 |
| 1,969,953 | GEICO 可转换特别股 | 19,417 | 33,033 | 18.2 | 金融 | 保险 |
| 592,650 | 联众集团 | 4,531 | 17,187 | 9.5 | 周期性消费 | 广告 |
| 220,000 | 首都传播股份有限公司 | 10,909 | 13,228 | 7.3 | 周期性消费 | 广播 |
| 1,294,308 | GEICO 普通股 | 4,116 | 10,516 | 5.8 | 金融 | 保险 |
| 324,580 | 凯塞铝业化学公司 | 11,218 | 9,981 | 5.5 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 226,900 | 骑士报 | 7,534 | 8,736 | 4.8 | 周期性消费 | 出版 |
| 170,800 | 奥美国际公司 | 2,762 | 6,960 | 3.8 | 周期性消费 | 广告 |
| 1,305,800 | 凯塞工业公司 | 778 | 6,039 | 3.3 | 基本原料 | 金属/矿 |
| | 合计 | $71,893 | $139,081 | 76.8 | | |
| | 其他普通股 | 34,996 | 41,992 | 23.2 | | |
| | 普通股合计 | $106,889 | $181,073 | 100.0 | | |

来源：1977 年柏克夏·哈斯威年报。　　注：金额单位：一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

**附表 2　柏克夏·哈斯威 1978 年普通股投资组合**

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 934,000 | 华盛顿邮报公司 | $10,628 | $43,445 | 19.7 | 周期性消费 | 出版 |
| 1,986,953 | GEICO 可转换特别股 | 19,417 | 28,314 | 12.8 | 金融 | 保险 |
| 953,750 | SAFECO 公司 | 23,867 | 26,467 | 12.0 | 金融 | 保险 |
| 592,650 | 联众集团 | 4,531 | 19,039 | 8.6 | 周期性消费 | 广告 |
| 1,066,934 | 凯塞铝业化学公司 | 18,085 | 18,671 | 8.5 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 453,800 | 骑士报 | 7,534 | 10,267 | 4.6 | 周期性消费 | 出版 |
| 1,294,308 | GEICO 普通股 | 4,116 | 9,060 | 4.1 | 金融 | 保险 |
| 246,450 | 美国广播公司 | 6,082 | 8,626 | 3.9 | 周期性消费 | 广播 |
| | 合计 | $94,260 | $163,889 | 74.2 | | |
| | 其他普通股 | 39,506 | 57,040 | 25.8 | | |
| | 普通股合计 | $133,766 | $220,929 | 100.0 | | |

来源：柏克夏·哈斯威 1978 年年报。　　注：金额单位：一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

**附表 3 柏克夏·哈斯威 1979 年普通股投资组合**

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 5,730,114 | GEICO 普通股 | $ 28,288 | $ 68,045 | 20.3 | 金融 | 保险 |
| 1,868,000 | 华盛顿邮报公司 | 10,628 | 39,241 | 11.7 | 周期性消费 | 出版 |
| ,007,500 | 哈迪哈曼公司 | 21,825 | 38,537 | 11.5 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 953,750 | SAFECO 公司 | 23,867 | 35,527 | 10.6 | 金融 | 保险 |
| 711,180 | 联众集团 | 4,531 | 23,736 | 7.1 | 周期性消费 | 广告 |
| 1,211,834 | 凯塞铝业化学公司 | 20,629 | 23,328 | 7.0 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 771,900 | 沃尔沃斯公司 | 15,515 | 19,394 | 5.8 | 周期性消费 | 零售 |
| 328,700 | 通用食品 | 11,437 | 11,053 | 3.3 | 通周性消费 | 食品 |
| 246,450 | 美国广播公司 | 6,083 | 9,673 | 2.9 | 周期性消费 | 广播 |
| 289,700 | 联合出版 | 2,281 | 8,800 | 2.6 | 周期性消费 | 出版 |
| 391,400 | 奥美国际公司 | 3,709 | 7,828 | 2.3 | 周期性消费 | 广告 |
| 282,00 | 大众媒体公司 | 4,545 | 7,345 | 2.2 | 周期性消费 | 出版 |
| 112,545 | 阿梅拉克拉·赫斯 | 2,861 | 5,487 | 1.6 | 周期性消费 | 出版 |
| | 合计 | $ 156,738 | $ 29,994 | 89.0 | | |
| | 其他普通股 | 28,675 | 36,686 | 11.0 | | |
| | 普通股合计 | $ 185,413 | $ 334,680 | 100.0 | | |

来源:柏克夏·哈斯威 1979 年年报。　　注:金额单位:一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



### 附表 4　柏克夏·哈斯威 1980 年普通股投资组合

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 7,200,000 | GEICO | $ 47,138 | $ 105,300 | 19.9 | 金融 | 保险 |
| 1,983,812 | 通用食品 | 62,507 | 59,889 | 11.3 | 日常消费 | 食品 |
| 2,015,000 | 哈迪哈曼公司 | 21,825 | 58,435 | 11.0 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 1,250,525 | SAFECO 公司 | 32,062 | 45,117 | 8.5 | 金融 | 保险 |
| 1,868,000 | 华盛顿邮报公司 | 10,628 | 42,227 | 8.0 | 周期性消费 | 出版 |
| 464,317 | 美国铝业公司 | 25,577 | 27,685 | 5.2 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 1,211,834 | 凯塞铝业化学公司 | 20,629 | 27,569 | 5.2 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 711,180 | 联众集团 | 4,531 | 22,135 | 4.2 | 周期性消费 | 广告 |
| 677,124 | 沃尔沃斯公司 | 13,583 | 16,511 | 3.1 | 周期性消费 | 零售 |
| 370,088 | 平克顿公司 | 12,144 | 16,489 | 3.1 | 交通/服务 | 专业服务 |
| 246,450 | 克里夫兰-克里夫钢铁公司 | 12,942 | 15,894 | 3.0 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 434,550 | 联合出版 | 2,821 | 12,222 | 2.3 | 周期性消费 | 出版 |
| 245,700 | 雷诺烟草公司 | 8,702 | 11,228 | 2.1 | 日常消费 | 烟草 |
| 391,400 | 奥美国际公司 | 3,709 | 9,981 | 1.9 | 周期性消费 | 广告 |
| 282,500 | 大众媒体公司 | 4,545 | 8,334 | 1.6 | 周期性消费 | 出版 |
| 247,039 | 底特律全国银行 | 5,930 | 6,299 | 1.2 | 金融 | 银行 |
| 151,104 | 时代镜报公司 | 4,447 | 6,271 | 1.2 | 周期性消费 | 出版 |
| 881,500 | 全国学生贷款公司 | 5,128 | 5,895 | 1.1 | 金融 | 金融服务 |
| | 合计 | $ 298,848 | $ 497,591 | 93.9 | | |
| | 其他普通股 | 26,313 | 32,096 | 6.1 | | |
| | 普通股合计 | $ 325,161 | $ 529,687 | 100.0 | | |

来源:柏克夏·哈斯威 1980 年年报。　　注:金额单位:一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

**附表 5　柏克夏·哈斯威 1981 年普通股投资组合**

| 股　数 | 公司名 | 成　本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 7,200,000 | GEICO | $ 47,138 | $ 199,800 | 31.3 | 金融 | 保险 |
| 1,764,824 | 雷诺烟草公司 | 76,668 | 83,127 | 13.0 | 日常消费 | 烟草 |
| 2,101,244 | 通用食品 | 66,277 | 66,714 | 10.4 | 日常消费 | 食品 |
| 1,868,600 | 华盛顿邮报公司 | 10,628 | 58,160 | 9.1 | 周期性消费 | 出版 |
| 2,015,000 | 哈迪哈曼公司 | 21,825 | 36,270 | 5.7 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 785,225 | SAFECO 公司 | 21,329 | 31,016 | 4.9 | 金融 | 保险 |
| 711,180 | 联众集团 | 4,531 | 23,202 | 3.6 | 周期性消费 | 广告 |
| 370,088 | 平克顿公司 | 12,144 | 19,675 | 3.1 | 交通/服务 | 专业服务 |
| 703,634 | 美国铝业公司 | 19,359 | 18,031 | 2.8 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 420,441 | 阿卡他公司 | 14,076 | 15,136 | 2.4 | 基本原料 | 纸业 |
| 475,217 | 克里夫兰-克里夫钢铁公司 | 12,942 | 14,362 | 2.2 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 451,650 | 联合出版 | 3,297 | 14,114 | 2.2 | 周期性消费 | 出版 |
| 441,522 | GATX 公司 | 17,147 | 13,446 | 2.1 | 基本商品 | 机械 |
| 391,400 | 奥美国际公司 | 3,709 | 12,329 | 1.9 | 周期性消费 | 广告 |
| 282,500 | 大众媒体公司 | 4,545 | 11,088 | 1.7 | 周期性消费 | 出版 |
| | 合计 | $ 335,615 | $ 616,490 | 96.4 | | |
| | 其他普通股 | 16,131 | 22,739 | 3.6 | | |
| | 普通股合计 | $ 351,746 | $ 639,229 | 100.0 | | |

来源：柏克夏·哈斯威 1981 年年报。　　注：金额单位：千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



## 附表 6　柏克夏·哈斯威 1982 年普通股投资组合

| 股　数 | 公司名 | 成　本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 7,200,000 | GEICO | $47,138 | $309,600 | 32.7 | 金融 | 保险 |
| 3,107,675 | 雷诺烟草公司 | 142,343 | 158,715 | 16.8 | 日常消费 | 烟草 |
| 1,868,600 | 华盛顿邮报公司 | 10,628 | 103,240 | 10.9 | 周期性消费 | 出版 |
| 2,101,244 | 通用食品 | 66,277 | 83,680 | 8.8 | 日常消费 | 食品 |
| 1,531,391 | 时代公司 | 45,273 | 79,824 | 5.2 | 周期性消费 | 出版 |
| 908,800 | 克郎佛斯特公司 | 47,144 | 48,962 | 5.2 | 金融 | 保险 |
| 2,379,200 | 哈迪哈曼公司 | 27,318 | 46,692 | 5.2 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 711,180 | 联众集团 | 4,531 | 34,314 | 3.6 | 周期性消费 | 广告 |
| 460,650 | 联合出版 | 3,516 | 16,929 | 1.8 | 周期性消费 | 广告 |
| 391,400 | 奥美国际公司 | 3,709 | 17,319 | 1.8 | 周期性消费 | 广告 |
| 282,500 | 大众媒体公司 | 4,545 | 12,289 | 1.3 | 周期性消费 | 出版 |
| | 合计 | $402,422 | $911,564 | 96.4 | | |
| | 其他普通股 | 21,611 | 34,058 | 3.6 | | |
| | 普通股合计 | $424,033 | $945,622 | 100.0 | | |

来源:柏克夏·哈斯威 1982 年年报。　　注:金额单位:一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

## 附表 7　柏克夏·哈斯威 1983 年普通股投资组合

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 6,850,000 | GEICO | $ 47,138 | $ 398,156 | 31.1 | 金融 | 保险 |
| 5,618,661 | 雷诺烟草公司 | 268,918 | 314,334 | 24.6 | 日常消费 | 烟草 |
| 4,451,544 | 通用食品 | 163,786 | 228,698 | 17.9 | 日常消费 | 食品 |
| 1,868,600 | 华盛顿邮报公司 | 10,628 | 136,875 | 10.7 | 周期性消费 | 出版 |
| 901,788 | 时代公司 | 27,732 | 56,860 | 4.4 | 周期性消费 | 出版 |
| 2,379,200 | 哈迪哈曼公司 | 27,318 | 42,231 | 3.3 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 636,310 | 联众集团 | 4,056 | 33,088 | 2.6 | 周期性消费 | 广告 |
| 690,975 | 联合出版 | 3,516 | 26,603 | 2.1 | 周期性消费 | 出版 |
| 250,400 | 奥美国际公司 | 2,580 | 12,833 | 1.0 | 周期性消费 | 广告 |
| 197,200 | 大众媒体公司 | 3,191 | 11,191 | 0.9 | 周期性消费 | 出版 |
| | 合计 | $ 558,863 | $ 1,260,869 | 98.6 | | |
| | 其他普通股 | 7,485 | 18,044 | 1.4 | | |
| | 普通股合计 | $ 565,348 | $ 1,278,913 | 100.0 | | |

来源：柏克夏·哈斯威 1983 年年报。　　注：金额单位：一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



## 附表 8 柏克夏·哈斯威 1984 年普通股投资组合

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 6,850,000 | GEICO | $45,713 | $397,300 | 31.3 | 金融 | 保险 |
| 4,047,191 | 通用食品 | 149,870 | 226,137 | 17.8 | 日常消费 | 食品 |
| 3,895,710 | 埃克森公司 | 173,401 | 175,307 | 13.8 | 能源 | 石油 |
| 1,868,600 | 华盛顿邮报公司 | 10,628 | 149,955 | 11.8 | 周期性消费 | 出版 |
| 2,553,488 | 时代公司 | 89,237 | 109,162 | 8.6 | 周期性消费 | 出版 |
| 740,400 | 美国广播公司 | 44,416 | 46,738 | 3.7 | 周期性消费 | 广播 |
| 2,379,200 | 哈迪哈曼公司 | 27,318 | 38,662 | 3.0 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 690,975 | 联合出版 | 3,516 | 32,908 | 2.6 | 周期性消费 | 出版 |
| 818,872 | 联众集团 | 2,570 | 28,149 | 2.2 | 周期性消费 | 广告 |
| 555,949 | 西北工业 | 26,581 | 27,242 | 2.1 | 多元化 | 分散化 |
| | 合计 | $573,340 | $1,231,560 | 97.1 | | |
| | 其他普通股 | 11,634 | 37,326 | 2.9 | | |
| | 普通股合计 | $584,974 | $1,278,886 | 100.0 | | |

来源:柏克夏·哈斯威 1984 年年报。　　注:金额单位:一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

**附表 9　柏克夏·哈斯威 1985 年普通股投资组合**

| 股　数 | 公司名 | 成　本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 6,850,000 | GEICO | $45,713 | $595,950 | 49.7 | 金融 | 保险 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 205,172 | 17.1 | 周期性消费 | 出版 |
| 900,800 | 美国广播公司 | 54,435 | 108,997 | 9.1 | 周期性消费 | 广播 |
| 2,350,922 | 比阿特丽斯公司 | 106,811 | 108,142 | 9.0 | 日常消费 | 食品 |
| 1,036,461 | 联合出版 | 3,516 | 55,710 | 4.6 | 周期性消费 | 出版 |
| 847,788 | 时代公司 | 20,385 | 52,669 | 4.4 | 周期性消费 | 出版 |
| 2,379,200 | 哈迪哈曼公司 | 27,318 | 43,718 | 3.6 | 基本原料 | 金属/矿 |
| | 合计 | $267,909 | $1,170,358 | 97.7 | | |
| | 其他普通股 | 7,201 | 27,963 | 2.3 | | |
| | 普通股合计 | $275,100 | $1,198,321 | 100.0 | | |

来源：柏克夏·哈斯威 1985 年年报。　　注：金额单位：一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



附表 10　柏克夏·哈斯威 1986 年普通股投资组合

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2,990,000 | 首都/美国广播公司 | $ 515,775 | $ 801,694 | 42.8 | 周期性消费 | 广播 |
| 6,850,000 | GEICO | 45,713 | 674,725 | 36.0 | 金融 | 保险 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 269,531 | 14.4 | 周期性消费 | 出版 |
| 2,379,200 | 哈迪哈曼公司 | 27,318 | 46,587 | 2.4 | 基本原料 | 金属/矿 |
| 489,300 | 里尔西格莱尔 | 44,064 | 44,587 | 2.4 | 资本财 | 航空 |
| | 合计 | $ 642,601 | $ 1,837,526 | 98.1 | | |
| | 其他普通股 | 12,763 | 36,507 | 1.9 | | |
| | 普通股合计 | $ 655,364 | $ 1,874,033 | 100.0 | | |

来源：柏克夏·哈斯威 1986 年年报。　　注：金额单位：一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

附表 11　柏克夏·哈斯威 1987 年普通股投资组合

| 股　数 | 公司名 | 成　本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 3,000,000 | 首都/美国广播公司 | $ 517,500 | $ 1,035,000 | 48.9 | 周期性消费 | 广播 |
| 6,850,000 | GEICO | 45,713 | 765,925 | 35.8 | 金融 | 保险 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 323,092 | 15.3 | 周期性消费 | 出版 |
| | 普通股合计 | $ 572,944 | $ 2,115,017 | 100.0 | | |

来源：柏克夏·哈斯威 1987 年年报。　注：金额单位：一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



## 附表 12　柏克夏·哈斯威 1988 年普通股投资组合

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 3,000,000 | 首都/美国广播公司 | $517,500 | $1,086,750 | 35.6 | 周期性消费 | 广播 |
| 6,850,000 | GEICO | 45,713 | 849,400 | 27.8 | 金融 | 保险 |
| 14,172,500 | 可口可乐 | 592,540 | 632,448 | 20.7 | 日常消费 | 饮料 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 364,126 | 11.9 | 周期性消费 | 出版 |
| 2,400,000 | 联邦家庭贷款抵押公司 | 71,729 | 121,200 | 4.0 | 金融 | 金融服务 |
|  | 普通股合计 | $1,165,484 | $3,053,924 | 100.0 |  |  |

来源:柏克夏·哈斯威 1988 年年报。　　注:金额单位:--千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

## 附表 13　柏克夏·哈斯威 1989 年普通股投资组合

| 股　数 | 公司名 | 成　本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 23,350,000 | 可口可乐 | $1,023,920 | $1,803,787 | 34.8 | 日常消费 | 饮料 |
| 3,000,000 | 首都/美国广播公司 | 517,500 | 1,692,375 | 32.6 | 周期性消费 | 广播 |
| 6,850,000 | GEICO | 45,713 | 1,044,625 | 20.1 | 金融 | 保险 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 486,366 | 9.4 | 周期性消费 | 出版 |
| 2,400,000 | 联邦家庭贷款抵押公司 | 71,729 | 161,100 | 3.1 | 金融 | 金融服务 |
| | 普通股合计 | $1,668,593 | $5,188,253 | 100.0 | | |

来源:柏克夏·哈斯威 1989 年年报。　　注:金额单位:一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**附表 14 柏克夏·哈斯威 1990 年普通股投资组合**

| 股 数 | 公司名 | 成 本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 46,700,000 | 可口可乐 | $1,023,920 | $2,171,550 | 40.2 | 日常消费 | 饮料 |
| 3,000,000 | 首都/美国广播公司 | 517,500 | 1,377,375 | 25.5 | 周期性消费 | 广播 |
| 6,850,000 | GEICO | 45,713 | 1,110,556 | 20.5 | 金融 | 保险 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 342,097 | 6.3 | 周期性消费 | 出版 |
| 5,000,000 | 威尔斯法哥 | 289,431 | 289,375 | 5.4 | 金融 | 银行 |
| 2,400,000 | 联邦家庭贷款抵押公司 | 71,729 | 117,000 | 2.2 | 金融 | 金融服务 |
| | 普通股合计 | $1,958,024 | $5,407,953 | 100.0 | | |

来源:柏克夏·哈斯威 1990 年年报。　　注:金额单位:一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

**附表 15 柏克夏·哈斯威 1991 年普通股投资组合**

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 46,700,000 | 可口可乐 | $1,023,920 | $3,747,675 | 41.5 | 日常消费 | 饮料 |
| 6,850,000 | GEICO | 45,713 | 1,363,150 | 15.1 | 金融 | 保险 |
| 24,000,000 | 吉列公司 | 600,000 | 1,347,000 | 14.9 | 日常消费 | 卫生用品 |
| 3,000,000 | 首都/美国广播公司 | 517,500 | 1,300,500 | 14.4 | 周期性消费 | 广播 |
| 2,495,200 | 联邦家庭贷款抵押公司 | 77,245 | 343,090 | 3.8 | 金融 | 金融服务 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 336,050 | 3.7 | 周期性消费 | 出版 |
| 31,247,000 | 健力士公司 | 264,782 | 296,755 | 3.3 | 周期性消费 | 饮料 |
| 5,000,000 | 威尔斯法哥 | 289,431 | 290,000 | 3.2 | 金融 | 银行 |
| | 普通股合计 | $2,828,322 | $9,024,220 | 100.0 | | |

来源：柏克夏·哈斯威 1991 年年报。 注：金额单位：一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**附表 16　柏克夏·哈斯威 1992 年普通股投资组合**

| 股　数 | 公司名 | 成　本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 93,400,000 | 可口可乐 | $1,023,920 | $3,911,125 | 34.2 | 日常消费 | 饮料 |
| 34,250,000 | GEICO | 45,713 | 2,226,250 | 19.5 | 金融 | 保险 |
| 3,000,000 | 首都/美国广播公司 | 517,500 | 1,523,500 | 13.3 | 周期性消费 | 广播 |
| 24,000,000 | 吉列公司 | 600,000 | 1,365,000 | 11.9 | 日常消费 | 卫生用品 |
| 16,196,700 | 联邦家庭贷款抵押公司 | 414,527 | 783,515 | 6.8 | 金融 | 金融服务 |
| 6,358,418 | 威尔斯法哥 | 380,983 | 485,624 | 4.2 | 金融 | 银行 |
| 4,350,000 | 通用动力 | 312,438 | 450,769 | 3.9 | 资本商品 | 航空 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 396,954 | 3.5 | 周期性消费 | 出版 |
| 38,335,000 | 健力士公司 | 333,019 | 299,581 | 2.6 | 日常消费 | 饮料 |
| | 普通股合计 | $3,637,831 | $11,442,318 | 100.0 | | |

来源:柏克夏·哈斯威 1992 年年报。　　注:金额单位:一千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net

**附表 17　柏克夏·哈斯威 1993 年普通股投资组合**

| 股数 | 公司名 | 成本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 93,400,000 | 可口可乐 | $1,023,920 | $4,167,975 | 37.0 | 日常消费 | 饮料 |
| 34,250,000 | GEICO | 45,713 | 1,759,594 | 15.6 | 金融 | 保险 |
| 24,000,000 | 吉列公司 | 600,000 | 1,431,000 | 12.7 | 日常消费 | 卫生用品 |
| 2,000,000 | 首都/美国广播公司 | 345,000 | 1,239,000 | 11.0 | 周期性消费 | 广播 |
| 6,791,218 | 威尔斯法哥 | 423,680 | 878,614 | 7.8 | 金融 | 银行 |
| 13,654,600 | 联邦家庭贷款抵押公司 | 307,505 | 681,023 | 6.0 | 金融 | 金融服务 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 440,148 | 3.9 | 周期性消费 | 出版 |
| 4,350,000 | 通用动力 | 94,938 | 401,287 | 3.6 | 资本商品 | 航空 |
| 38,335,000 | 健力士公司 | 333,019 | 270,882 | 2.4 | 日常消费 | 饮料 |
| | 普通股合计 | $3,183,506 | $11,269,463 | 100.0 | | |

来源:柏克夏·哈斯威 1993 年年报。　　注:金额单位:千美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户　零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 开户及期货手续费详情请进:http://www.7help.net



**附表 18　柏克夏·哈斯威 1994 年普通股投资组合**

| 股　数 | 公司名 | 成　本 | 市场价值 | 占投资组合之百分比 | 产业类别 | 企业类别 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 93,400,000 | 可口可乐 | $1,023,920 | $5,150,000 | 36.9 | 日常消费 | 饮料 |
| 24,000,000 | 吉列公司 | 600,000 | 1,797,000 | 12.9 | 日常消费 | 卫生用品 |
| 20,000,000 | 首都/美国广播公司 | 345,000 | 1,705,000 | 12.2 | 周期性消费 | 广播 |
| 34,250,000 | GEICO | 45,713 | 1,678,250 | 12.0 | 金融 | 保险 |
| 6,791,218 | 威尔斯法哥 | 423,680 | 984,272 | 7.0 | 金融 | 银行 |
| 27,795,941 | 美国运通 | 723,919 | 818,918 | 5.9 | 金融 | 金融服务 |
| 13,654,600 | 联邦家庭贷款抵押公司 | 270,468 | 644,441 | 4.6 | 金融 | 金融服务 |
| 1,727,765 | 华盛顿邮报公司 | 9,731 | 418,983 | 3.0 | 周期性消费 | 出版 |
| 19,453,300 | 匹兹堡国民银行企业 | 503,406 | 410,951 | 2.9 | 金融 | 银行 |
| 6,854,500 | 加内公司 | 335,216 | 365,002 | 2.6 | 通期性消费 | 出版 |
| | 普通股合计 | $4,280,693 | $13,972,817 | 100.0 | | |

来源:柏克夏·哈斯威 1994 年年报。　　注:金额单位:一千美元。